



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

August 2006

anul II, nr. 5

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

*Datele statistice au fost furnizate de Institutul Național de Statistică,
Ministerul Finanțelor Publice,
Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei,
Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă,
EUROSTAT, FMI, Departamentul Energiei al Administrației SUA
și Banca Națională a României.*

*Unele dintre aceste date au caracter provizoriu,
urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.*

*Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite
lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

tel.: 021/312.43.75; fax: 021/314.97.52

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

În luna august 2005, Banca Națională a României a adoptat o nouă strategie de politică monetară – țintirea directă a inflației. Un rol esențial în funcționarea acestui regim revine ancorării anticipațiilor inflaționiste la nivelul obiectivului de inflație anunțat de banca centrală și, prin urmare, unei comunicări eficiente cu publicul. Principalul instrument de comunicare este Raportul asupra inflației.

Pentru a răspunde acestei cerințe, BNR a revizuit atât structura Raportului asupra inflației, cât și periodicitatea publicării (acum trimestrială, în conformitate cu frecvența ciclului de prognoză). Pe lângă informațiile referitoare la evoluțiile economice și monetare și la rațiunile care au stat la baza deciziilor de politică monetară din perioada analizată, raportul trimestrial include proiecția BNR privind evoluția ratei inflației pe un orizont de opt trimestre, incertitudinile și riscurile asociate acesteia, precum și o secțiune de evaluare a acestui context din perspectiva politicii monetare.

Analiza prezentată în Raportul asupra inflației se bazează pe cele mai recente informații statistice disponibile la momentul redactării, astfel încât perioadele de referință ale indicatorilor utilizați sunt diferite.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 9 august 2006 și finalizat în data de 10 august 2006.

Toate edițiile acestei publicații sunt disponibile pe suport hârtie și pe website-ul BNR (<http://www.bnro.ro>).

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al Administrației SUA)
AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
ANRGN	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Gazelor Naturale
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CNVM	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
DGECFIN	Directoratul General pentru Afaceri Economice din cadrul Comisiei Europene
EUROSTAT	Biroul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FMI	Fondul Monetar Internațional
GEA	Grupul de Economie Aplicată
HICP	Indicele armonizat al prețurilor de consum
IFS	Buletin lunar/anual de statistică financiară internațională editat de Fondul Monetar Internațional
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
MAPDR	Ministerul Agriculturii, Pădurilor și Dezvoltării Rurale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMSSF	Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei
ON	<i>Overnight</i>
OPC	Organism de Plasament Colectiv
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
RMO	Rezerve minime obligatorii
UNOPC	Uniunea Națională a Organismelor de Plasament Colectiv
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	10
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	13
1. Cererea și oferta.....	13
1.1. Cererea	13
1.2. Oferta.....	20
2. Piața muncii.....	21
2.1. Forța de muncă	21
2.2. Veniturile.....	22
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	24
3.1. Prețurile de import.....	25
3.2. Prețurile de producție	26
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	29
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	35
2.1. Ratele dobânzilor.....	36
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	38
2.3. Moneda și creditul	41
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	44
1. Scenariul de bază al proiecției	45
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	47
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	50
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	56
2. Evaluarea de politică monetară	61

I. SINTEZĂ

În trimestrul II 2006, procesul dezinflației s-a accelerat, nivelul de 7,1 la sută atins de rata anuală a inflației în luna iunie fiind cu 1,3 puncte procentuale mai mic decât cel din luna martie și cu 0,9 puncte procentuale inferior valorii proiectate anterior (*Raportul asupra inflației* din mai 2006). Această tendință a fost confirmată de rezultatele din luna iulie 2006, în ciuda prezenței unui efect de bază: rata anuală a atins 6,2 la sută, iar inflația cumulată pe primele 7 luni ale anului curent s-a situat la 2,8 la sută. Dezinflația mai rapidă s-a datorat în principal scăderii semnificative a dinamicii prețurilor administrate și a celor volatile, efectul acestora contracarând impactul inflaționist al introducerii unui nou impozit indirect asupra băuturilor alcoolice și produselor din tutun. Evaluată prin prisma ratelor trimestriale corectate cu influența „taxei pe viciu”, inflația de bază și-a atenuat însă trendul descendent, reflectând menținerea anticipațiilor inflaționiste, încetinirea aprecierii leului față de euro și persistența excedentului de cerere din trimestrul anterior.

Resortul expansiunii cererii agregate în trimestrul I și, implicit, al menținerii deviației pozitive a PIB l-a constituit consumul populației, ritmul de creștere a acestuia majorându-se la 10,9 la sută (cu 4,5 puncte procentuale mai mult decât în trimestrul precedent). Astfel, cu toate că formarea brută de capital fix și consumul guvernamental au consemnat reduceri ale variațiilor anuale, creșterea economică a înregistrat în trimestrul I 2006 un ritm superior așteptărilor (6,9 la sută, cu 2,6 puncte procentuale peste nivelul din trimestrul IV 2005).

Menținerea gradului de risc inflaționist al contextului macroeconomic – în principal ca urmare a majorării unor impozite indirecte, dar și a dinamizării excesive a cererii interne – a determinat CA al BNR să continue să sporească progresiv restrictivitatea politicii monetare în trimestrul II. Prin exercitarea unui control riguros asupra lichidității de pe piața monetară, banca centrală a imprimat încă de la începutul perioadei o traiectorie ascendentă randamentului mediu al plasamentelor instituțiilor de credit la BNR și, astfel, ratelor dobânzilor pieței interbancare. Spre sfârșitul trimestrului, CA al BNR a adoptat noi măsuri menite să accentueze restrictivitatea condițiilor monetare; rata dobânzii de politică monetară a fost majorată cu 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 8,75 la sută, iar pentru a se potența impactul acestei decizii asupra dinamicii creditului neguvernamental, respectiv asupra componentei în lei a acestuia, rata rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei a fost ajustată crescător de la 16 la 20 la sută.

Prin această reacție fermă, banca centrală a urmărit să atenueze dinamica creditului în lei, complementând efectul de substituție a creditului în valută cu creditul în moneda națională, acesta din urmă fiind consistent stimulat de constrângerile exercitate asupra creditării în valută de măsurile administrative și prudențiale implementate de BNR și de înăsprirea regimului rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută. Accentuarea în ultimele luni a tendințelor divergente ale ritmurilor anuale de creștere a acestor două categorii de active bancare a fost reflectată de restrângerea progresivă a ponderii deținute în total de împrumuturile denominate în valută. Prin măsurile adoptate, BNR a urmărit implicit să tempereze viteza de creștere a indicatorului global de credit, în condițiile în care dinamica anuală reală a creditului neguvernamental total a atins în cursul trimestrului II maxime ale ultimilor doi ani.

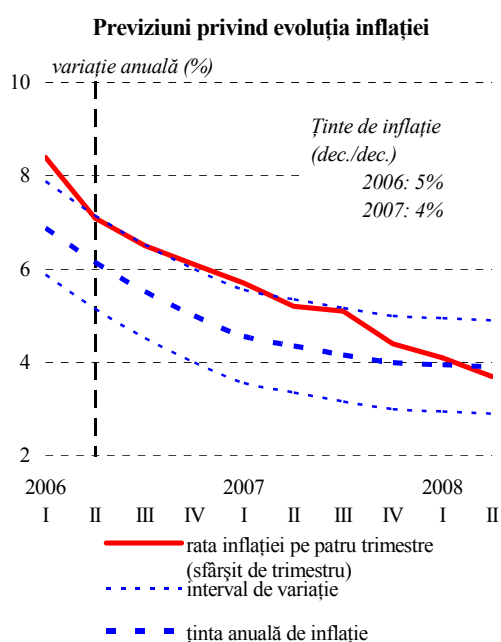
În contextul derulării actualului exercițiu trimestrial de prognoză, CA al BNR a inițiat demersurile necesare fundamentării și stabilirii, în consultare cu Guvernul, a țintei de inflație pentru

anul 2008. În urma evaluării diferitelor scenarii de proiecție, a principalelor ipoteze care au stat la baza elaborării lor, dar și a riscurilor și incertitudinilor majore privind evoluția pe termen mediu a inflației, ținta pentru 2008 a fost stabilită la nivelul de 3,8 la sută ± 1 punct procentual. Din perspectiva băncii centrale, acest nivel corespunde principiilor și exigențelor strategiei de țintire directă a inflației. Pe de o parte, nivelul țintei răspunde necesității continuării trendului descendent al ratei inflației spre un nivel sustenabil pe termen mediu și ulterior spre cel compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht, precum și cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de Banca Centrală Europeană. Pe de altă parte, nivelul țintei reflectă preocuparea BNR pentru concentrarea asupra unor obiective realiste și credibile, în condițiile în care se anticipează că în anul 2008 ritmul dezinflației va fi afectat de acțiunea unor factori aflați în afara sferei de influență a băncii centrale, printre cei mai importanți numărându-se: (i) reprogramarea pentru acest interval a unor ajustări consistente de prețuri administrate, (ii) continuarea creșterii prețurilor ca efect al procesului de convergență a economiei românești și (iii) inerția anticipațiilor inflaționiste.

Scenariul de bază al actualei proiecții a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu relevă o schimbare de profil a dezinflației, respectiv o accelerare a acestui proces în prima parte a orizontului de prognoză comparativ cu proiecția aferentă exercițiului precedent și o încetinire a lui spre finele anului 2007. Astfel, rata anuală a inflației urmează să atingă 6,1 la sută la sfârșitul anului 2006, apropiindu-se de limita superioară a intervalului de variație atașat țintei centrale. Scăderea față de exercițiul anterior a nivelului prognozat al ratei inflației (cu 0,7 puncte procentuale) se datorează în principal proiecției unei influențe cumulate comparativ mai reduse exercitate de prețurile administrate, de prețurile volatile ale mărfurilor alimentare și, respectiv, de introducerea „taxei pe viciu”. Efectul dezinflaționist al acestor factori este prognozat a devansa ca magnitudine impactul de sens opus al recentei temperări a aprecierii monedei naționale și al majorării la 2,5 la sută din PIB a deficitului bugetar programat pentru 2006, care se vor concretiza în creșterea relativă a inflației importate și a presiunilor exercitate de amplificarea excedentului de cerere. Efectele adverse ale evoluției ratei de schimb și ale relaxării fiscale vor deveni însă dominante în anul 2007, în condițiile în care impactul expansionist al acesteia din urmă va fi resimțit și la începutul anului viitor; în plus, chiar dacă cea mai mare parte a sporului de cheltuieli publice generat de rectificarea bugetară va fi orientată inițial spre realizarea de investiții, șocul lor se va propaga și asupra cererii de consum și implicit asupra presiunilor inflaționiste dezvoltate de aceasta. Ca efect, rata anuală a inflației CORE2 se va situa la sfârșitul anului 2006 la un nivel inferior celui rezultat din proiecția anterioară, dar trendul descendent al acesteia va cunoaște pe parcursul anului 2007 o relativă încetinire. Decelerarea, chiar dacă mai lentă, a inflației CORE2 va avea ca resort scăderea continuă a excedentului de cerere sub impactul exercitat de creșterea restrictivității condițiilor monetare, eliminarea deviației pozitive a PIB fiind așteptată a se realiza, însă, cu o întârziere de un trimestru față de proiecția precedentă.

Principalele riscuri asociate proiecției derivă din incertitudinile referitoare la ipotezele de bază ale acesteia, majoritatea lor deținând potențialul de a încetini dezinflația. O primă sursă majoră de incertitudine – și totodată un factor important generator de presiuni pe partea cererii, dar și de alimentare a anticipațiilor nefavorabile – o constituie caracterul politicii fiscale ce va fi implementată de autorități în următorii doi ani. Astfel, se conturează riscul continuării relaxării politicii fiscale – atât pe seama cheltuielilor de investiții, cât și pe seama cheltuielilor curente – și implicit cel al persistenței deficitelor fiscale mai înalte; aceste riscuri devin și mai evidente în ipoteza organizării de alegeri anticipate în cadrul orizontului de proiecție. Acestea li se alătură riscul producerii într-un asemenea context a unui derapaj al politicii veniturilor din sectorul public. Ambele reacții de politică ar avea ca efect creșterea cererii interne și a presiunilor

exercitate de aceasta asupra prețurilor și asupra deficitului extern. Decelerarea inflației ar mai putea fi frânată de creșterea puternică a prețurilor internaționale ale țițeiului și gazelor naturale; impactul acesteia ar fi amplificat de posibila încetinire mai consistentă a aprecierii leului, ca efect al deteriorării percepției investitorilor asupra atractivității plasamentelor pe piața românească, în contextul mai amplu al re poziționării acestora față de piețele emergente. Factori majori de incertitudine și potențial generatori de efecte inflaționiste îi constituie magnitudinea și calendarul ajustărilor de prețuri administrate, precum și procesul de aliniere a impozitelor indirecte la nivelurile prevăzute în acordurile încheiate cu UE. Minimizarea incertitudinilor din prima categorie – cerință esențială pentru adecvarea corectă a caracterului condițiilor monetare și, implicit pentru ancorarea anticipațiilor inflaționiste – presupune finalizarea de către Guvern și autoritățile de reglementare în domeniul energiei a unui program multianual stabil de ajustare a prețurilor administrate. O altă incertitudine majoră o constituie potențialul impact pe care-l va exercita asupra prețurilor unor produse agricole și alimentare adoptarea de către România a Politicii Agricole Comune în contextul aderării la Uniunea Europeană.



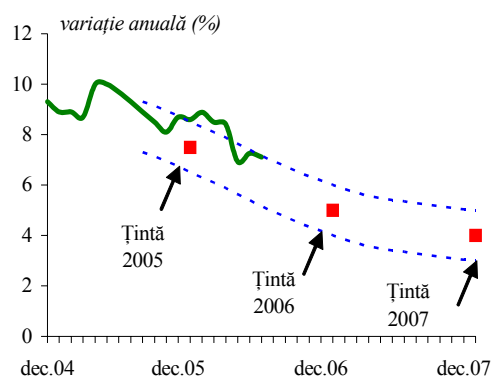
Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 puncte procentuale.

Totodată, CA al BNR a considerat că este necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului neguvernamental și a prețurilor unor categorii largi de active, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții ce ar genera riscuri din perspectiva dezinflației.

Evaluarea de către Consiliul de administrație al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a evidențiat riscul inflaționist pe care-l incumbă pe termen scurt potențiala creștere a excedentului de cerere, datorată, în principal, relaxării politicii fiscale. În același timp, însă, CA al BNR a considerat că, inclusiv prin continuarea producerii efectelor majorării la 20 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele bancare în lei, caracterul condițiilor monetare reale rămâne adecvat menținerii dezinflației pe traiectoria compatibilă cu încadrarea în intervalul de variație al țintei stabilite pentru 2007. Prin urmare, în ședința sa din 9 august, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină la nivelul de 8,75 la sută rata dobânzii de politică monetară și să continue să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară.

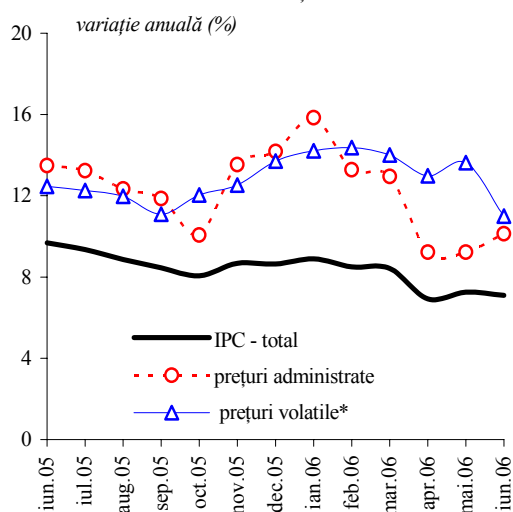
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Evoluția inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 puncte procentuale.

Rata inflației



*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2005			2006	
	II	III	IV	I	II
Rata inflației	9,7	8,5	8,6	8,4	7,1
Prețuri administrate*	13,5	11,9	14,2	13,0	10,1
1. Mărfuri nealimentare*:	15,7	14,4	14,1	15,9	11,4
energie electrică	12,5	9,6	9,6	7,0	7,0
energie termică	12,0	12,0	20,0	20,0	20,0
gaze naturale	41,9	45,3	36,4	52,2	28,5
medicamente	-0,3	-2,4	-5,1	-5,5	-5,3
2. Servicii*, din care:	10,3	8,1	14,1	8,2	8,0
apă, canal, salubritate	27,3	25,6	25,8	24,8	24,9
telefonie fixă	-0,6	-3,7	8,4	-3,5	-2,0
transport de călători					
pe calea ferată	12,0	14,9	8,7	8,7	11,6
transport urban					
(de călători)	24,5	23,2	23,2	20,5	12,1
Prețuri libere (CORE1)	8,0	6,7	6,7	6,6	5,8

* calcule BNR

Sursa: INS (cifrele pentru CORE1 publicate în edițiile anterioare ale Raportului asupra inflației reprezentau estimări ale BNR)

Dezinflația a continuat în trimestrul II 2006, chiar într-un ritm mai accelerat decât se anticipase în proiecția BNR prezentată în Raportul asupra inflației din luna mai: rata anuală de creștere a prețurilor de consum s-a situat la sfârșitul intervalului la 7,11 la sută, cu 1,30 puncte procentuale sub valoarea consemnată la finele trimestrului anterior și cu 0,9 puncte procentuale sub nivelul prognozat. Totuși, performanța a fost favorizată de efectul de bază care a marcat luna aprilie, variațiile trimestriale ale inflației de bază punând în evidență o încetinire a procesului dezinflaționist. Persistența excesului de cerere, atenuarea ritmului de apreciere nominală a leului față de moneda de referință și rezistența opusă de anticipațiile inflaționiste ale mediului de afaceri au constituit principalii determinanți ai evoluției.

Trimestrul II a înregistrat o reducere consistentă a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum, însă amplitudinea evoluției reflectă nu doar un progres pe linia dezinflației, ci și incidența efectului de bază asociat: (i) creșterii puternice a prețului gazelor naturale în urma schimbării regimului de tarifarare în aprilie 2005 și (ii) modificării calendarului de creștere a accizelor pentru produse din tutun și carburanți în sensul devansării momentului de aplicare (din iulie 2005 în aprilie) și al majorării nivelului peste cel stabilit inițial. Astfel, după decelerarea pregnantă din luna aprilie (de la 8,41 la sută în martie la 6,92 la sută), care a plasat temporar rata anuală a inflației în interiorul benzii-țintă, indicatorul a revenit în lunile următoare la niveluri superioare acestuia; la dispariția efectului de bază menționat s-a adăugat impactul exercitat de introducerea unui nou impozit indirect asupra băuturilor alcoolice și produselor din tutun („taxa pe viciu”).

Chiar dacă influența pozitivă a grupei „energie” a fost parțial anulată de presiunile conturate la nivelul altor componente (servicii de telefonie, transport feroviar, apă, canal, salubritate), în special în ultima parte a intervalului, produsele cu prețuri administrate (-2,81 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului anterior) au generat principala contribuție la atenuarea variației anuale a prețurilor de consum.

Un element de susținere a procesului dezinflaționist a oferit în trimestrul II și evoluția prețurilor volatile, ritmul anual al acestora coborând în luna iunie cu 3 puncte procentuale sub valoarea lunii martie; nivelurile au rămas însă net superioare mediei (cu 4-6 puncte procentuale), continuând să reflecte tensiunile manifestate anterior pe segmentul produselor sezoniere.

Din perspectiva evoluțiilor curente – diminuare de la 2,16 la sută la 1,51 la sută a ratelor trimestriale de creștere (ajustate sezonier) –, determinantă a fost dezinflația consemnată de produsele alimentare cu prețuri volatile (legume, fructe, ouă), subgrupa combustibililor resimțind șocul indus de atingerea la începutul lunii mai a unor noi maxime istorice ale prețului petrolului pe piața externă.

Un progres marginal s-a observat și la nivelul inflației de bază, chiar dacă modul imperfect de definire a CORE2¹ a impus ajustări suplimentare pentru o mai bună surprindere a fenomenului. Astfel, deși rata anuală a CORE2 s-a situat în luna iunie la un nivel inferior cu 0,47 puncte procentuale celui din luna martie, accelerarea ritmului trimestrial (de la 0,9 la sută la 1,2 la sută) indică evoluții curente nesatisfăcătoare. Totuși, eliminând influența introducerii taxei pe viciu², se remarcă o scădere continuă a inflației de bază în cadrul trimestrului, până la un ritm anual de 3,72 la sută în iunie, cu 0,76 puncte procentuale sub nivelul înregistrat după primele trei luni ale anului.

Deși a fost localizată la nivelul segmentelor cu o sensibilitate sporită la presiunile din partea cererii – mărfuri nealimentare (exclusiv energia, combustibilii și tutunul) și servicii (exclusiv cele cu prețuri administrate) –, mișcarea nu poate fi totuși asociată unei restrângerii a excesului de cerere (deviația PIB de la nivelul său potențial continuă să se mențină în spectrul pozitiv, estimările BNR indicând chiar o lărgire a acesteia pe parcursul ultimului an). Dominantă pare să fi fost influența continuării tendinței de apreciere nominală a monedei naționale (în termeni anuali) și cea a concurenței existente, mai ales pe piața de *retail*.

O evoluție de sens similar se observă și în cazul ratelor trimestriale ale inflației de bază corectate cu influența taxei pe viciu, viteza de ajustare reducându-se totuși la un sfert din cea înregistrată în trimestrul anterior. Ca factori explicativi pot fi invocați: menținerea excesului de cerere la un nivel ridicat, temperarea ritmului de apreciere nominală a monedei naționale (și chiar conturarea unei tendințe de depreciere la finele trimestrului II), rezistența opusă de anticipațiile inflaționiste.

Prețurile de consum pe categorii de produse

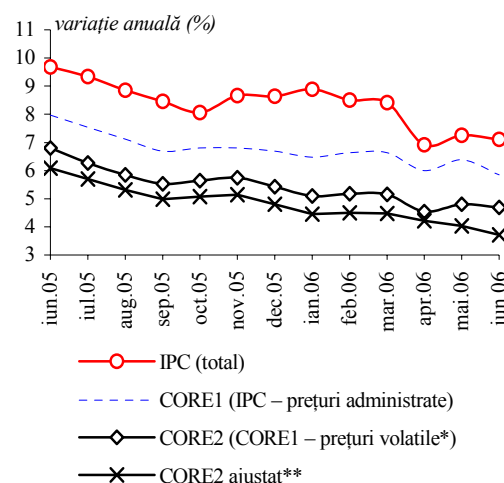
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2005			2006	
	II	III	IV	I	II
Alimente, băuturi, tutun	8,2	6,4	7,6	6,9	6,3
Îmbrăcăminte și încălțăminte	4,6	4,1	3,9	3,8	3,8
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	5,8	4,5	3,6	2,8	2,1
Combustibili	17,5	16,2	9,0	9,4	6,3
Întreținerea locuințelor*	22,3	21,5	20,8	23,0	17,9
Igienă, sănătate	3,7	2,4	0,9	0,1	-0,2
Transport	20,3	20,9	19,8	16,6	11,7
Poșta și telecomunicații	-0,4	-3,1	6,8	0,6	-2,1
Recreere și cultură	7,3	7,4	7,8	7,0	7,1
Bunuri și servicii diverse	5,9	4,9	4,0	6,3	6,6

*chirie, apă, canal, salubritate, energie electrică, energie termică, gaze naturale

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază (CORE)



*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

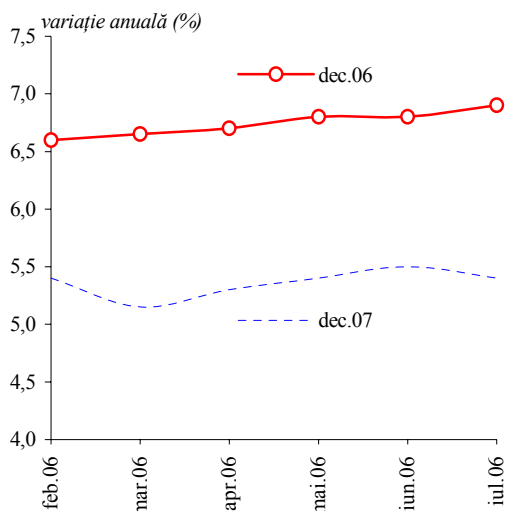
***) se elimină influența taxei pe viciu

Sursa: INS, calcule BNR

¹ Conform definiției clasice, inflația de bază exclude nu numai variația prețurilor administrate și a celor cu volatilitate ridicată, ci și influența modificărilor intervenite în regimul impozitelor indirecte. În absența informațiilor necesare izolării acestei din urmă influențe și având în vedere caracterul punctual al acesteia (schimbările operate în nivelul accizelor afectează o singură lună a anului), BNR a optat pentru limitarea definiției inflației de bază la eliminarea primelor două componente menționate. În plus, la momentul stabilirii conținutului CORE2 nu se anticipau șocuri de dimensiunea celui generat de aplicarea taxei pe viciu.

² S-a considerat că inflația corespunzătoare grupelor „tutun” și „băuturi alcoolice” s-a datorat exclusiv acestei măsuri.

Inflația așteptată



Scepticismul mediului de afaceri față de accentuarea dezinflației în perioada analizată este ilustrat de majoritatea surselor disponibile. În ceea ce privește dinamica prețurilor în industrie, sondajele INS/DGECFIN, BNR, GEA prezintă solduri conjuncturale pozitive comparabile cu cele din trimestrul I sau chiar în creștere; așteptările formulate de operatorii bancari participanți la sondajul BNR sunt chiar mai pesimiste, nivelul estimat al ratei inflației pentru sfârșitul anului majorându-se cu încă 0,15 puncte procentuale în intervalul aprilie-iunie 2006.

La sfârșitul lunii iunie 2006, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,9 puncte procentuale sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* publicat în luna mai³. Deviația a fost generată de: (i) supraestimarea dinamicii prețurilor volatile (în special în cazul ouălor, semnalarea primului focar de gripă aviară într-o fermă avicolă și impactul negativ al acestui eveniment asupra cererii fiind ulterioare momentului realizării prognozei) și (ii) repartizarea integrală a influenței introducerii taxei pe viciu la nivelul trimestrului II, la data efectuării proiecției nefiind cunoscută decizia producătorilor de produse din tutun de a finaliza a doua etapă a majorărilor de preț la începutul trimestrului III, odată cu aplicarea noilor accize.

³ Cu date efective până la luna martie, inclusiv.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

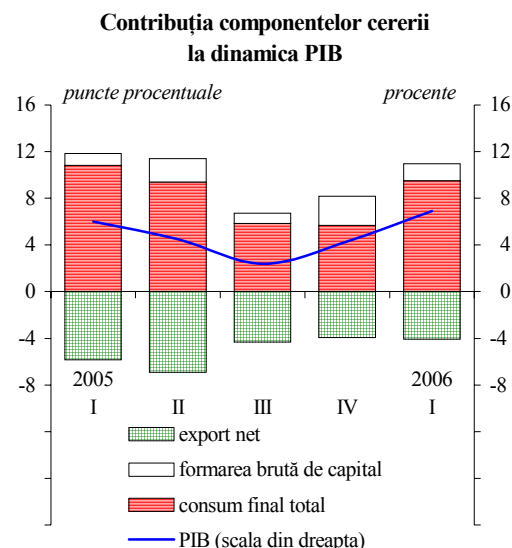
Trimestrul I 2006 a fost caracterizat de o dinamizare peste așteptări a creșterii economice, PIB în prețuri comparabile majorându-se cu 6,9 la sută⁴, ritm superior cu 2,6 puncte procentuale celui din intervalul precedent și cu 1,3 puncte procentuale proiecției realizate în exercițiul de prognoză anterior (martie 2006). Evoluția menționată a fost însoțită de o modificare a tiparului de creștere economică, exporturile de bunuri și servicii devenind componenta cea mai dinamică a cererii agregate, după 6 trimestre în care poziția a revenit, alternativ, consumului privat sau investițiilor. În ceea ce privește ultimele două segmente menționate, au fost confirmate așteptările formulate în Raportul asupra inflației prezentat în luna mai 2006 referitoare la persistența excesului de cerere și la temperarea dinamicii acumulării de capital fix la un nivel comparabil cu cel al consumului final al populației. Pe partea ofertei este notabilă consolidarea tendinței ascendente a dinamicii industriei și construcțiilor, cel de-al doilea sector consemnând o creștere fără precedent.

1.1. Cererea

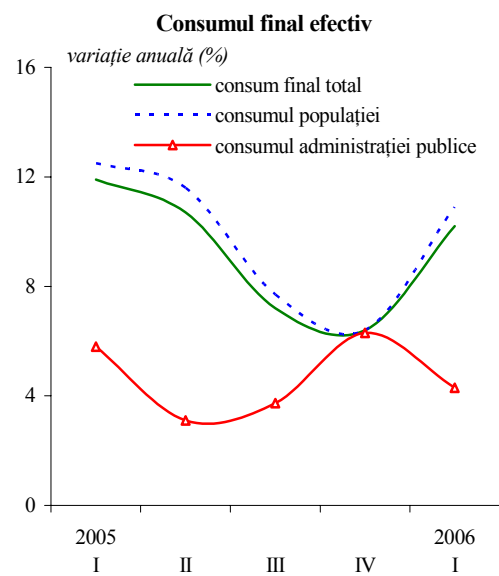
Consumul populației a constituit principalul element de susținere a accelerării ritmului PIB, în condițiile în care consumul guvernamental și investițiile s-au confruntat cu pierderi de ritm, iar plusul apreciabil de dinamică înregistrat de exporturile de bunuri și servicii a fost insuficient pentru a antrena restrângerea contribuției negative a cererii externe; deși de mai mică amplitudine, un aport negativ a revenit în continuare variației stocurilor.

1.1.1. Cererea de consum

După ce în trimestrele III-IV 2005 consumul final a crescut în medie cu 7 la sută, primele trei luni ale anului curent au consemnat revenirea la o rată anuală de creștere de peste 10 la sută. Această intensificare de ritm nu s-a regăsit și la nivelul achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială efectuate de populație, perioada analizată constituind de fapt al treilea



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

⁴ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.

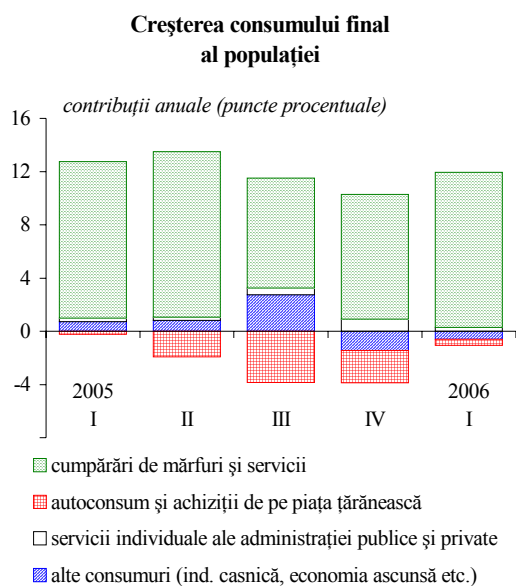
interval consecutiv de decelerare a dinamicii acestora. Totuși, presiunea exercitată de cumpărările de mărfuri și servicii asupra ratei inflației rămâne semnificativă, cu atât mai mult cu cât pierderile de ritm ale acestora au fost generate în principal de grupa bunurilor de folosință îndelungată și de sectorul serviciilor cu prețuri libere, ambele deținând ponderi modeste în coșul de consum.

Cererea de consum a populației

Dinamizarea cu 4,5 puncte procentuale a consumului final efectiv al populației (până la 10,9 la sută) a fost indusă mai ales de atenuarea tendinței descendente înregistrate anterior de componentele „autoconsum și achiziții de pe piața țărănească” și „alte consumuri” (ritmuri reale negative de 7-8 la sută, față de 12-14 la sută în trimestrul IV 2005), pe fondul rezultatelor superioare pe segmentul zootehnic – predominant în structura autoconsumului și a industriei casnice în primul trimestru al fiecărui an –, care au compensat parțial prelungirea declinului din sectorul vegetal. Cuplată cu reducerea la jumătate a ponderii celor două componente în consumul final al populației⁵, această evoluție a determinat restrângerea semnificativă a aportului negativ al celor două categorii de consumuri la dinamica anuală a consumului privat (de la -3,9 la -1,1 puncte procentuale).

În plus, poziția dominantă deținută la nivelul trimestrului I de cumpărările de bunuri și servicii (circa trei sferturi din totalul cheltuielilor de consum) a determinat majorarea la +11,6 puncte procentuale a contribuției acestora la creșterea consumului final al populației, în pofida ușoarei temperări a ritmului anual (-1,3 puncte procentuale, până la +15,6 la sută).

Slăbirea dinamicii reale a vânzărilor de bunuri și servicii comparativ cu trimestrul IV 2005 s-a produs pe fondul: (i) încetinirii severe a creșterii venitului disponibil al populației (atribuită, în bună măsură, efectului de bază generat de introducerea taxei unice de impozitare la 1 ianuarie 2005)⁶; (ii) tendinței descendente a creditelor noi pe termen scurt și mediu acordate de băncile comerciale (după decelerări succesive pe parcursul anului anterior, în trimestrul I s-a înregistrat o reducere reală de 6 la



Sursa: INS, calcule BNR

⁵ În condițiile în care autoconsumul și achizițiile de pe piața țărănească, segment puternic afectat de caracterul sezonier al producției agricole vegetale, înregistrează în trimestrul I al fiecărui an cea mai scăzută pondere în cheltuielile de consum ale populației.

⁶ După ce în trimestrele I-IV 2005 veniturile reale din salarii și transferuri sociale s-au majorat în medie cu 11 la sută, în trimestrul I 2006 dinamica anuală a acestora a fost de numai 6,3 la sută; în plus, remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la nerezidenți s-au redus cu 10,9 la sută în termeni reali (media aferentă anului 2005 a fost de +23,4 la sută).

sută în termeni anuali)⁷. Influența acestor factori a fost însă atenuată de amplificarea măsurilor întreprinse de marii distribuitori și de băncile comerciale pentru contracararea refluxului de cerere caracteristic începutului de an și pentru estomparea efectului produs de normele BNR privind limitarea creditului bancar de consum, care au constat cu precădere în reduceri de prețuri, creșterea numărului și atractivității instrumentelor alternative de plată/credit (carduri de credit, carduri *co-brand*), relaxarea condițiilor de creditare oferite de companiile ne-bancare specializate (ex. prelungirea perioadei de grație) etc.

În acest context, înclinația populației către achiziționarea de produse de folosință îndelungată și utilizarea serviciilor de piață (în special pe segmentele „turism” și „hoteluri și restaurante”) a slăbit în intensitate față de trimestrul IV 2005, fapt ilustrat, în primul caz, de decelerarea cu circa 5 puncte procentuale a ritmului anual al volumului cifrei de afaceri, iar în cel de-al doilea, de stagnarea încasărilor. Persistența dinamicilor înalte ale cifrei de afaceri din sectorul comercial (peste 20 la sută) susține însă concluzia existenței unui potențial inflaționist semnificativ al cererii de consum mai ales în condițiile saltului consemnat de indicele de volum al vânzărilor de bunuri de uz curent, segmentul cu cea mai largă reprezentare în coșul de consum (peste 7 puncte procentuale, până la circa 126 la sută).

În ceea ce privește piețele de proveniență a bunurilor destinate consumului final, informațiile disponibile relevă o posibilă accentuare a preferinței populației pentru mărfurile de fabricație externă. Evoluția este vizibilă atât în cazul bunurilor de uz curent, cât și în cel al produselor de folosință îndelungată, ambele segmente confruntându-se în ultimul timp cu o performanță în scădere a producției industriale destinate pieței interne, concomitent cu menținerea dinamicii ridicate a volumului importurilor⁸.

⁷ Statisticile disponibile nu permit delimitarea precisă a fluxului de credite destinate consumului. Imperfecțiunile aproximării utilizate decurg în principal din includerea împrumuturilor pe termen mediu pentru achiziții imobiliare sau reparații capitale. Limitarea la termenele *scurt* și *mediu* a fost justificată de poziția dominantă a creditelor imobiliare/ipotecare în structura creditelor pe termen lung, în pofida extinderii creditelor pentru nevoi personale cu scadențe de peste 5 ani; de altfel, deși clasificate de către bănci în categoria creditelor de consum, acestea din urmă sunt de regulă destinate unor operațiuni de natura investițiilor (achiziții imobiliare, plata avansului pentru un credit imobiliar/ipotecar, amenajări de locuințe).

⁸ În privința bunurilor de uz curent, ritmul anual aferent volumului cifrei de afaceri industriale pentru piața internă s-a redus de la 9,9 la sută în trimestrul III 2005 la 2,2 la sută în trimestrul I 2006; în cazul produselor durabile, deteriorarea acestui indicator pe parcursul anului 2005 a fost și mai evidentă (-1 la sută în trimestrul IV, de la +26,2 la sută în trimestrul II), la această evoluție adăugându-se decelerările succesive din industria auto, urmate de scăderea cu 4,5 la sută din trimestrul IV (cu precizarea că ultimele informații se referă la întreaga producție de mijloace de transport rutier, destinată atât consumului, cât și investițiilor din sectoarele corporatist și bugetar). Pentru importurile de bunuri de consum, dinamica anuală a volumului fizic a fost aproximată prin deflatare cu indicii valorii unitare pentru produsele cuprinse în Nomenclatorul Combinat (N.C.).

Merită totuși menționată probabilitatea unei ameliorări viitoare a poziției ofertei autohtone de bunuri durabile în satisfacerea cererii de consum, sugerată de revigorarea, în trimestrul I, a cifrei de afaceri a companiilor industriale cu producție de acest tip destinată pieței interne (+9,7 la sută, față de -1 la sută în intervalul precedent), în paralel cu accentuarea tendinței descrescătoare a stocurilor la producător. Afirmația nu vizează însă și segmentul auto, care a consemnat în trimestrul I o nouă reducere a volumului cifrei de afaceri industriale aferente pieței interne (-4,1 la sută), în timp ce ritmul anual al achizițiilor din import, deși a mai pierdut din intensitate, s-a menținut deosebit de alert (+34 la sută).

Cererea de consum guvernamental

Rata anuală de creștere a consumului guvernamental s-a diminuat cu 2 puncte procentuale (până la 4,3 la sută), evoluție care ar putea fi explicată, cel puțin parțial, de încetinirea ritmului angajărilor de personal în aparatul administrativ.

Evoluții bugetare

Încadrându-se în tiparul anilor precedenți, execuția bugetului general consolidat a recăpătat în primul trimestru al anului 2006 un caracter auster; cheltuielile bugetare s-au majorat cu numai 2,3 la sută în termeni reali⁹ comparativ cu perioada similară din 2005, în timp ce creșterea anuală a veniturilor a consemnat o accelerare semnificativă față de trimestrul anterior (+10,9 la sută). În consecință, balanța consolidată a acumulat în acest interval un excedent de 2 196 milioane RON, reprezentând echivalentul a 0,7 la sută din PIB (comparativ cu un surplus de 0,1 la sută din PIB în trimestrul I 2005).

Încetinirea creșterii cheltuielilor publice comparativ cu trimestrul precedent s-a datorat cu precădere restrângerii drastice a resurselor alocate investițiilor guvernamentale (cu 41,5 la sută). O tendință accentuată de scădere au continuat să manifeste și cheltuielile cu dobânzile aferente datoriei publice (-50,5 la sută), la originea acesteia aflându-se în principal diminuarea stocului de titluri de stat aflate în circulație. În schimb, cheltuielile de personal au fost majorate substanțial în perioada analizată, rata anuală de creștere în termeni reali a acestora (20,5 la sută) fiind cea mai ridicată din ultimele opt trimestre; printre factorii ce au contribuit la această evoluție se numără acordarea unor majorări

⁹ Comparația are în vedere variabilele bugetare aferente trimestrului I 2005 retratate conform noii clasificării intrate în vigoare în 2006, furnizate de Ministerul Finanțelor Publice.

salariale¹⁰ în prima parte a acestui an și creșterea ușoară a numărului de salariați din sectorul bugetar comparativ cu perioada similară a anului trecut.

La rândul său, ascensiunea veniturilor bugetare a fost susținută în special de creșterea încasărilor din TVA¹¹ (24,1 la sută); ritmul anual de majorare a acestei categorii s-a situat totuși pe un trend descendent pe parcursul primelor trei luni ale anului curent, fiind influențat de relativa încetinire a creșterii volumului vânzărilor de bunuri și servicii destinate populației. În schimb, încasările din impozitul pe venit și-au consolidat tendința ascendentă (12,8 la sută), îndeosebi ca urmare a majorării veniturilor și a lărgirii sferei de aplicare a noului nivel de 16 la sută, precum și a dispărării efectului de bază indus de introducerea cotei unice. Impactul aplicării noii cote de impozitare (cu începere din ianuarie 2005) s-a manifestat însă mai pregnant în cazul viramentelor din impozitul pe profit (-0,2 la sută), datorită frecvenței trimestriale de efectuare a plății acestuia. În același timp, veniturile din contribuțiile de asigurări sociale au sporit cu 7,1 la sută (comparativ cu o creștere medie trimestrială de 9,8 la sută consemnată în 2005), efectul diminuării în acest an a cotelor de contribuție datorate de angajatori (cu două puncte procentuale) fiind parțial contrabalansat de majorarea câștigurilor salariale și a numărului de angajați.

În luna iunie a fost efectuată a doua rectificare bugetară din acest an, în urma căreia ținta de deficit fiscal a fost majorată la 2,5 la sută din PIB¹². Noul program bugetar prevede suplimentarea cheltuielilor cu suma de 7 367,2 milioane RON (echivalentul a 2,3 la sută din PIB), alocările adiționale de resurse publice urmând a fi direcționate preponderent către finanțarea proiectelor de investiții în domeniile educației, sănătății și în infrastructura feroviară și rutieră. O parte din fondurile suplimentare va fi destinată totodată achitării celei de-a doua tranșe din drepturile salariale restante datorate personalului didactic din învățământul de stat (circa 140 milioane RON), precum și plății indemnizațiilor pentru creșterea copilului, pensiilor agricultorilor și ajutoarelor pentru încălzirea locuinței (aproximativ 400 milioane RON). De asemenea, circa 515 milioane RON urmează să acopere necesarul de cheltuieli aferente majorării numărului de posturi în cadrul Ministerului Administrației și Internelor¹³.

¹⁰ În luna ianuarie, personalul bugetar din învățământ a beneficiat de o majorare salarială de 5,5 la sută, iar în luna februarie a fost acordată o creștere salarială de 5 la sută pentru celelalte categorii de personal bugetar.

¹¹ Încasările din TVA reprezintă circa 25 la sută din totalul veniturilor bugetare.

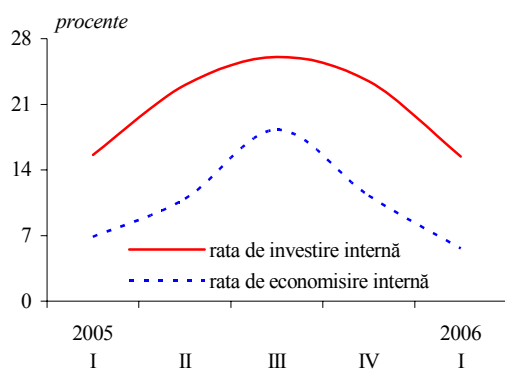
¹² După ce la precedenta rectificare, operată în luna aprilie, deficitul bugetar programat a fost majorat de la 0,5 la 0,9 la sută din PIB.

¹³ În vederea înlocuirii militarilor în termen, ca urmare a eliminării serviciului militar obligatoriu.

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2005	5,8	10,7	13,0	17,5
	2006	10,9			
- lucrări de construcții noi	2005	2,2	9,4	8,8	15,3
	2006	23,3			
- utilaje	2005	9,6	12,8	15,7	15,7
	2006	3,0			
- alte cheltuieli*	2005	-4,9	1,0	27,0	48,2
	2006	3,2			

* plantații de vii, pomi, împăduriri, cumpărări de animale
Sursa: INS

Rata de investire și rata de economisire

Notă: Rata de investire internă este calculată ca raport între FBC și PIB, iar rata de economisire internă este calculată ca diferență între PIB și consum final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR

În aceste condiții, este de așteptat ca relaxarea politicii cheltuielilor publice să constituie un factor suplimentar de impulsie a cererii interne în a doua parte a anului; riscul ca acest efect stimulative să se manifeste cu o intensitate sporită și într-un interval relativ scurt de timp este cu atât mai pronunțat cu cât, potrivit datelor disponibile, bugetul general consolidat a acumulat pe primele cinci luni din acest an un excedent de 1,3 la sută din PIB.

1.1.2. Cererea de investiții

Conform așteptărilor, dinamica anuală a formării brute de capital fix a scăzut considerabil față de intervalul precedent (de la 21,3 la sută la 11,4 la sută). Deși o contribuție importantă în acest sens a revenit efectului de bază care a afectat indicii de volum din trimestrul IV 2005¹⁴, nu poate fi ignorată evoluția nefavorabilă din perioada curentă (variație trimestrială de -0,4 la sută¹⁵, primul ritm negativ începând cu trimestrul IV 2001, cu excepția situației atipice de la sfârșitul anului 2004). În plus, analiza în structură a investițiilor realizate pune în evidență și deficiențe în plan calitativ, relevate de încetinirea severă a procesului de re tehnologizare (volumul achizițiilor de utilaje s-a majorat cu numai 3 la sută în termeni anuali, comparativ cu 15,7 la sută în trimestrul IV 2005).

Din perspectiva modalităților de finanțare, trimestrul I a resimțit impactul posibilei limitări a resurselor proprii destinate investițiilor, asociată performanțelor modeste ale companiilor industriale pe tot parcursul anului precedent. Referitor la resursele împrumutate, finanțarea externă și-a accelerat de patru ori declinul real comparativ cu intervalul anterior (ritmul anual al intrărilor din străinătate sub forma împrumuturilor pe termen mediu și lung destinate sectorului corporatist a coborât la -44,6 la sută); în plus, dinamizarea împrumuturilor acordate de băncile autohtone¹⁶ a purtat amprenta unui puternic efect de bază – temperarea cererii de credite pentru investiții a companiilor la începutul anului precedent, în perspectiva utilizării în acest scop a resurselor proprii suplimentare rezultate

¹⁴ Decelerare puternică a ritmului investițiilor în trimestrul IV 2004 ca urmare a devansării unor proiecte pe fondul incertitudinilor asociate alegerilor electorale de la finele anului.

¹⁵ Date ajustate sezonier; calcule BNR.

¹⁶ În trimestrul I, ritmul anual al creditelor pentru echipamente s-a majorat cu 9 puncte procentuale față de intervalul anterior, ajungând la 38,8 la sută în termeni reali (date CRB), iar creditele noi pe termen mediu și lung contractate de persoanele juridice și-au intensificat de 2,5 ori viteza de creștere, până la 86,9 la sută.

în urma deciziei de reducere a impozitului pe profit de la 1 ianuarie 2005¹⁷.

Influența nefavorabilă a evoluției achizițiilor de utilaje asupra dinamicii formării brute de capital fix a fost totuși estompată de intensificarea lucrărilor de construcții noi (rată anuală în creștere cu 8 puncte procentuale, până la 23,3 la sută), susținută de sectorul corporatist și de cel guvernamental (construirea de spații comerciale și de birouri, respectiv refacerea infrastructurii distruse de inundații).

Din punct de vedere al piețelor de proveniență a bunurilor de capital (inclusiv mijloacele de transport), trimestrul I nu a consemnat o ameliorare a contribuției ofertei autohtone la satisfacerea cererii de investiții. Dimpotrivă, după pierderile succesive de ritm suferite în ultimele două trimestre ale anului 2005, în intervalul analizat volumul cifrei de afaceri realizate pe piața internă de operatorii industriali cu acest profil s-a redus cu 1,5 la sută (pentru prima oară în ultimii trei ani), în timp ce dinamica anuală a componentei de volum a importurilor de acest tip a variat nesemnificativ.

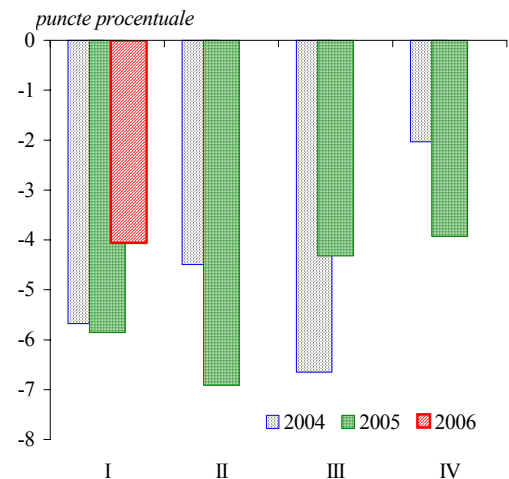
Pe lângă performanța mai modestă a investițiilor, nivelul scăzut al contribuției formării brute de capital la dinamica PIB (1,5 puncte procentuale) a fost determinat și de continuarea fenomenului de absorbție a stocurilor, asociat declinului rezervelor de produse agricole ca urmare a producției vegetale mediocre din anul precedent.

1.1.3. Cererea externă netă

În trimestrul I 2006, contribuția negativă a cererii externe nete la creșterea PIB s-a adâncit ușor comparativ cu trimestrul anterior (de la -3,9 la -4,1 puncte procentuale), consolidarea trendului ascendent al dinamicii anuale a exporturilor fiind insuficientă pentru a compensa intensificarea de mai mică amploare a creșterii importurilor, în condițiile în care ponderea în PIB a acestora din urmă este sensibil mai mare (cu circa 9 puncte procentuale).

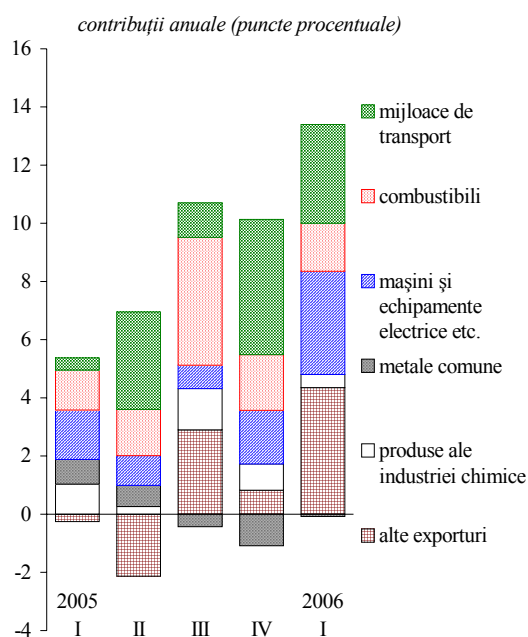
Volumul exporturilor de bunuri și servicii s-a majorat în trimestrul I 2006 cu 13 la sută față de același interval din anul precedent, ritm cu 3,2 puncte procentuale mai alert decât cel

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB

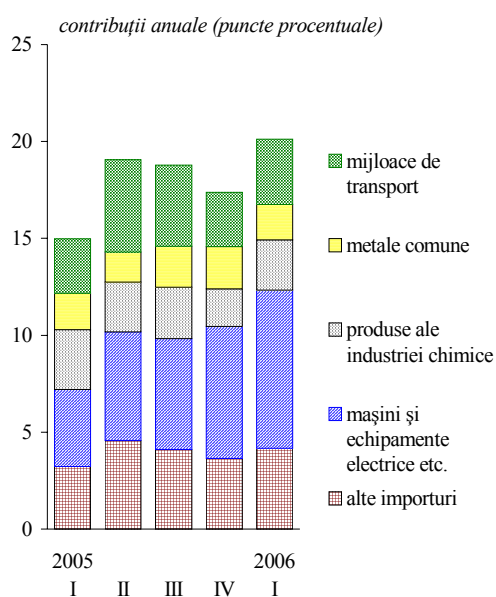


Sursa: INS, calcule BNR

¹⁷ Afirmarea este susținută de calculele privind variația trimestrială nominală consemnată în trimestrul I 2005 atât de soldul creditelor pentru echipamente (creștere cu 3,7 la sută, net inferioară ritmului mediu de 10,7 la sută înregistrat în celelalte trimestre ale perioadei 2004-2005; date CRB), cât și de împrumuturile noi pe termen mediu și lung ale persoanelor juridice (reducere cu 33,1 la sută, în condițiile în care ritmurile negative înregistrate în celelalte intervale din 2004-2005 nu au depășit 7 la sută).

Dinamica volumului fizic al exporturilor

Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica volumului fizic al importurilor

Sursa: INS, calcule BNR

înregistrat în ultimul trimestru al anului 2005. Totuși, accelerarea nu pare să fi fost imprimată de evoluția din primele trei luni ale anului 2006, variațiile trimestriale¹⁵ indicând, pe de o parte, performanțe modeste în perioada de bază (ritm de numai 0,8 la sută), iar pe de altă parte o ușoară comprimare a dinamicii din perioada curentă (de la 3,2 la 2,7 la sută). Cea mai importantă contribuție la creșterea exporturilor a revenit în continuare produselor cu grad ridicat de prelucrare, și anume mijloace de transport și dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice (circa 80 la sută din variația totală a volumului fizic), aceste două grupe de mărfuri consemnând și în trimestrul I ritmuri anuale cu mult superioare mediei (51,7 la sută și respectiv 43,7 la sută¹⁸).

Importurile de bunuri și servicii și-au intensificat dinamica anuală de la 17,2 la sută în trimestrul IV 2005 la 18,7 la sută în primele trei luni ale anului 2006. Această accelerare de ritm a fost vizibilă și în evoluția trimestrială (de la 2,5 la sută la 4,1 la sută¹⁵), putând fi parțial asociată eliminării/diminuării taxelor vamale aferente unor produse agricole și industriale începând cu a doua jumătate a lunii februarie 2006. În ceea ce privește gradul de concentrare pe acest segment al balanței comerciale, nivelul se menține ridicat, 79 la sută din creșterea anuală a volumului importurilor¹⁸ fiind susținută de doar patru grupe (produse ale industriei chimice, metale comune, mijloace de transport și dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice).

1.2. Oferta

Pe partea ofertei, în trimestrul I 2006 s-a remarcat revigorarea activității industriale, reflectată de majorarea de aproape 3 ori a ritmului anual al valorii adăugate brute din acest sector (4,8 la sută) și de revenirea la o valoare supraunitară a contribuției sale la creșterea economică (1,3 puncte procentuale, după un nivel mediu de 0,4 puncte procentuale în trimestrele II-IV 2005). La dinamizarea industriei au contribuit mai ales ramurile producătoare de bunuri de capital și de folosință îndelungată, ritmurile de creștere a producției pe cele două segmente plasându-se cu 6-8 puncte procentuale peste media din trimestrul IV 2005. În cadrul acestora, s-au detașat performanțele din: (i) industria mijloacelor de transport rutier, susținută de vânzările externe, în contextul în care pe piața internă a devenit vizibilă o anumită plafonare a cererii¹⁹ și (ii) industria mașinilor și aparatelor

¹⁸ Calcule efectuate prin deflatare cu indicele valorii unitare.

¹⁹ Statisticile APIA referitoare la trimestrul I 2006 indică un volum al vânzărilor de autoturisme din producția internă mai mic cu 10,9 la sută față de trimestrul IV 2005 și cu 17,2 la sută comparativ cu intervalul similar din anul 2005.

electrice (dacă ținem seama de faptul că în 2005 volumul producției din această ramură a crescut cu numai 1,9 la sută, după doi ani de rezultate foarte bune, s-ar putea avansa ipoteza că a avut loc un proces de restructurare și că perspectivele rămân favorabile).

În ceea ce privește agricultura, ritmul anual de creștere a valorii adăugate brute a fost în continuare negativ (-5,3 la sută), în condițiile înregistrării unui ecart considerabil între dinamica producției (revenită totuși la valori pozitive ca urmare a performanței sectorului zootehnic) și cea a consumului intermediar al ramurii.

Sub acțiunea factorilor menționați anterior²⁰, sectorul construcțiilor a cunoscut în trimestrul I o evoluție spectaculoasă, ritmul anual de 20,4 la sută reprezentând un nivel record al perioadei 1999-2006²¹. În schimb, dinamica anuală a valorii adăugate brute aferente serviciilor (6,8 la sută) s-a restrâns cu 2,4 puncte procentuale față de trimestrul precedent, ca urmare a vitezei mai scăzute de creștere a activității de comerț cu amănuntul și prestări de servicii pentru populație, dar și a trecerii în spectrul negativ a ritmurilor reale ale cifrei de afaceri din transporturi, telecomunicații, tranzacții imobiliare și servicii pentru întreprinderi.

2. Piața muncii

Presiunile pe piața muncii s-au atenuat în trimestrul I 2006, dar informațiile disponibile pentru trimestrul II indică o schimbare a condițiilor, reflectată și de reducerea relativ modestă a dinamicii câștigurilor salariale. La nivelul industriei, încetinirea ritmului anual de creștere a salariului brut a fost însoțită de consolidarea câștigurilor de productivitate a muncii (în special în luna mai), ceea ce a determinat o ameliorare a costurilor unitare cu forța de muncă; în cazul ramurilor producătoare de bunuri de consum au persistat totuși evoluțiile divergente. Mai mult, având în vedere rigiditatea ridicată a salariilor din sectorul industrial și caracterul probabil tranzitoriu al saltului consemnat de productivitatea muncii în luna mai, sustenabilitatea acestor rezultate este incertă.

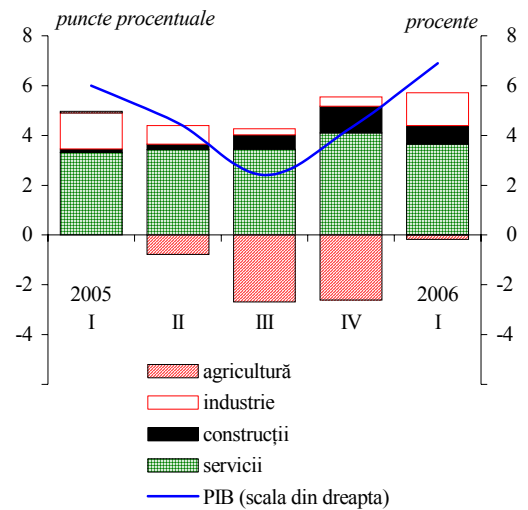
2.1. Forța de muncă

Atenuarea presiunilor pe piața muncii la nivelul trimestrului I 2006, semnalată în *Raportul asupra inflației* publicat în luna mai 2006, a fost confirmată de datele statistice furnizate de ANOFM, dar evoluția a fost de scurtă durată.

²⁰ A se vedea subsecțiunea 1.1.2. *Cererea de investiții*.

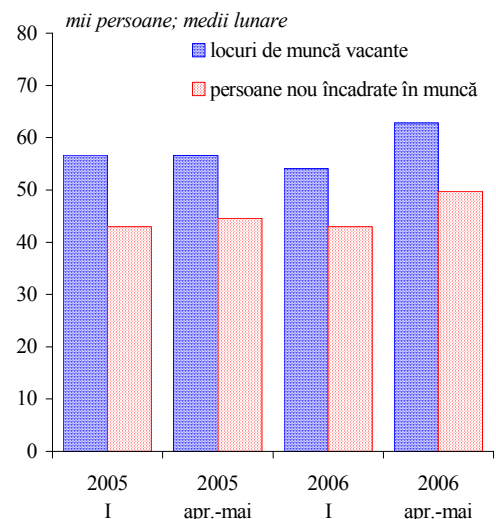
²¹ Date trimestriale de conturi naționale conform SEC95 nu sunt disponibile decât din 1999.

Contribuția principalelor componente ale ofertei la dinamica PIB

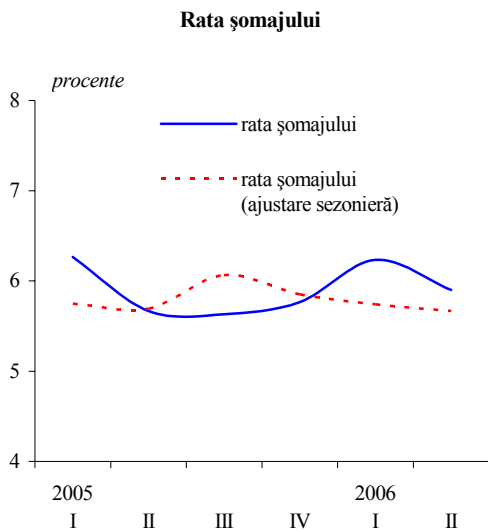


Sursa: INS, calcule BNR

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Sursa: ANOFM

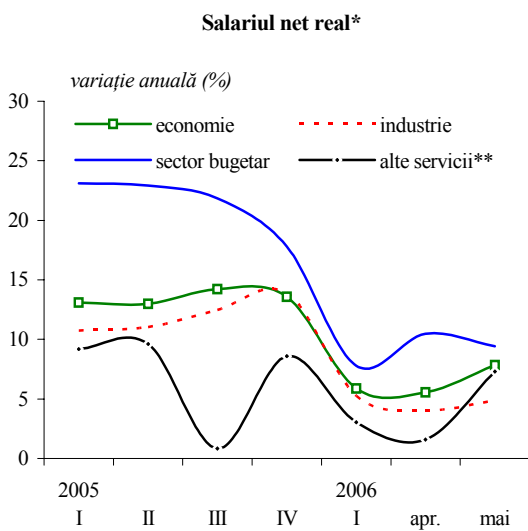


Sursa: ANOFM, calcule BNR

Astfel, la nivelul lunilor aprilie și mai au devenit vizibile presiuni în creștere atât din partea cererii, cât și a ofertei excedentare de forță de muncă. Tendința de revigorare a componente de cerere a fost reflectată în principal de intensificarea procesului de absorbție a forței de muncă în condițiile în care numărul posturilor vacante identificate de ANOFM a crescut cu 11,1 la sută față de perioada similară din anul anterior, iar dinamica anuală a angajărilor intermediare de această instituție a fost de +11,6 la sută (cea mai ridicată valoare de după anul 2004). Determinantă pentru aceste evoluții este dezvoltarea serviciilor, singurul sector unde numărul de salariați s-a majorat comparativ cu perioada similară din anul anterior (+5,9 la sută), în timp ce în industrie, restrângerea forței de muncă a continuat, ca urmare a preocupării agenților economici de a restabili echilibrul productivitate-costuri salariale.

Semnalele de îngustare a pieței muncii furnizate de elementele de cerere sunt secondate de indicii de același sens pe partea ofertei – majorarea semnificativă a numărului persoanelor care au ieșit din rândul șomerilor (+9,4 la sută în termeni anuali)²² și reluarea declinului ratei șomajului ajustate sezonier (de la 5,7 la sută în trimestrul I 2006 la o medie de 5,6 la sută în trimestrul II 2006).

2.2. Veniturile



*) deflatat cu IPC

**) comparabilitatea datelor este afectată într-o anumită măsură de modificările introduse de INS în luna august 2005 în structura pe ramuri a numărului de salariați și a câștigului salarial

Sursa: INS, calcule BNR

În pofida relativei relaxări a condițiilor pe piața muncii la nivelul trimestrului I 2006, rata medie anuală de creștere a salariului brut pe economie a rămas ridicată (+17,2 la sută în termeni nominali, cu 1 punct procentual superioară celei din trimestrul IV 2005); presiuni semnificative au generat evoluțiile din industria extractivă²³ și din sectorul serviciilor, o posibilă explicație fiind concentrarea în mai mare măsură a negocierilor salariale în luna martie a acestui an, comparativ cu o repartizare mai echilibrată a acestora în anul anterior (perioada martie-aprilie). În schimb, variația anuală a salariului net nominal s-a redus cu 8,2 puncte procentuale față de cea din trimestrul IV 2005 (până la 15 la sută), puternic influențată de efectul de bază datorat introducerii cotei unice de impozitare în ianuarie 2005.

Statisticile referitoare la primele două luni ale trimestrului II nu relevă modificări notabile de tendință în dinamica salarială, pierderile de ritm observate atât la nivelul salariului brut, cât și al celui net (termeni nominali) fiind de mică amploare

²² Ritmuri anuale importante se înregistrează în lunile aprilie-mai atât în cazul ieșirilor din șomaj pentru încadrare în muncă (+9,5 la sută), cât și în cazul nereînnoirilor de cereri de înregistrare în șomaj din diferite motive (+9,3 la sută).

²³ Contracarată însă pe ansamblul industriei de evoluțiile din sectoarele prelucrător și energetic; pe total industrie, variația anuală a salariul brut s-a redus cu 1,6 puncte procentuale față de media trimestrului IV 2005.

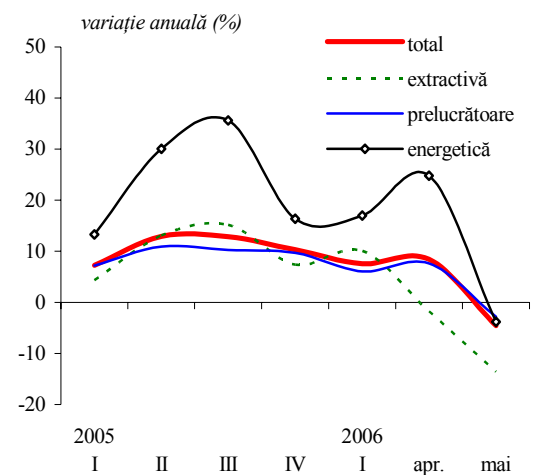
(-0,8 puncte procentuale comparativ cu valoarea din trimestrul I 2006); dimensiunea redusă a ajustării confirmă practic presiunile în creștere observate la nivelul pieței muncii și persistența dificultăților angajatorilor de a găsi personal corespunzător calificat. De remarcat faptul că industria prelucrătoare și serviciile comerciale (sectoarele economice cele mai expuse competiției) au înregistrat ritmuri salariale anuale mult inferioare mediei (cu până la 2,7 puncte procentuale în cazul salariului net), la polul opus situându-se activitățile de oligopol (industria extractivă și cea energetică) și sectorul bugetar.

Din perspectiva costurilor unitare nominale cu forța de muncă, în trimestrul I 2006 s-a reușit o nouă reducere de dinamică anuală comparativ cu trimestrul anterior (-2,7 puncte procentuale, până la 7,6 la sută), datorită evoluțiilor din industria prelucrătoare și cea energetică, determinate în principal de ritmul mai lent de creștere a salariilor brute, completat în primul caz de obținerea unor câștiguri superioare de productivitate a muncii. În industria prelucrătoare, rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă a coborât la 6 la sută, plasându-se cu 1,6 puncte procentuale sub medie, în condițiile în care în unele ramuri regresul acumulat comparativ cu trimestrul IV 2005 a permis obținerea de niveluri subunitare ale indicelui costului unitar cu forța de muncă (prelucrarea lemnului, construcții metalice, mijloace de transport neincluse la cele rutiere, mobilă). Valori ridicate ale indicatorului s-au înregistrat în industria de extracție a hidrocarburilor și în cea de prelucrare a țițeiului, conjunctura internațională favorabilă oferind oportunitatea realizării de majorări salariale fără riscul diminuării volumului de vânzări.

Evoluțiile negative au predominat și la nivelul principalelor ramuri producătoare de bunuri de consum, pierderile de competitivitate persistând în industria ușoară și cea alimentară (chiar dacă s-au consemnat decelerări ale dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă), dar și în ramurile de prelucrare a tutunului, poligrafie, producție de echipamente radio, televiziune și comunicații, pentru acestea din urmă fiind vizibilă chiar o tendință de accentuare.

În trimestrul II 2006, există posibilitatea consolidării trendului descrescător al dinamicii anuale a costurilor nominale cu forța de muncă, influența pozitivă a evoluției mai lente a câștigurilor salariale brute (-2,6 puncte procentuale în intervalul aprilie-mai) fiind dublată de revenirea spectaculoasă a indicatorului de productivitate a muncii în luna mai (de la 8,4 la sută în trimestrul I 2006 la o medie de 12,3 la sută în lunile aprilie-mai).

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

**Productivitatea muncii și salariul brut real
în industrie**

	variație anuală (%)						
	2005				2006		
	I	II	III	IV	I	apr.	mai
Productivitatea muncii	7,6	3,2	3,7	7,0	8,4	4,7	19,9
Salariul mediu brut real*	1,0	2,3	5,4	6,6	4,4	2,5	2,1
Salariul mediu brut real**	5,0	13,8	16,5	15,9	7,8	3,3	4,3

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

**) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața externă

Sursa: INS, calcule BNR

Ecartul pozitiv dintre ritmul anual de creștere a productivității muncii și cel aferent salariilor brute (deflate cu IPPI pentru piața internă) s-a menținut în trimestrul I 2006 și s-a lărgit semnificativ în perioada aprilie-mai (până la +10 puncte procentuale), pe seama câștigurilor importante de productivitate obținute în ultima lună a intervalului. Analiza în structură relevă evoluții divergente, ramuri importante situându-se pe poziții diametral opuse: în industria textilă, metalurgie, mașini și echipamente, energetică persistă decalajele negative (de până la 19,6 puncte procentuale), în timp ce industria extractivă și ramura de prelucrare a hidrocarburilor au atins ecarteri pozitive de până la 33,4 puncte procentuale, datorate însă în bună măsură câștigurilor de productivitate acumulate. Sustenabilitatea acestor rezultate este totuși incertă, date fiind rigiditatea ridicată a salariilor din sectorul industrial și caracterul probabil tranzitoriu al evoluției productivității muncii din luna mai.

Pe partea cererii, informațiile aferente trimestrului I 2006 sugerează slăbirea susținerii oferite consumului privat de dinamica venitului disponibil²⁴ real al populației (decelerare cu peste 10 puncte procentuale a ratei anuale de creștere), determinante fiind baza ridicată de comparație ca urmare a introducerii cotei unice de impozitare în 2005 și restrângerea severă a veniturilor din străinătate. Acest ultim factor a constituit, de altfel, principala cauză a schimbării de semn produse la nivelul dinamicii venitului disponibil în primele două luni ale trimestrului II (de la +3,2 la -0,7 la sută); totuși, este posibil ca declinul influrilor din străinătate (remiteri din muncă și transferuri curente private) să fi fost mai puțin accentuat, statisticile disponibile având deocamdată un caracter provizoriu.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul I 2006, dinamica anuală a prețurilor de producție s-a plasat pe trend crescător atât în cazul bunurilor industriale, cât și al celor agricole; o deteriorare au înregistrat și prețurile de import, cauzată atât de mișcările de pe piețele externe, cât și de încetinirea ritmului anual de apreciere a monedei naționale față de euro. În ceea ce privește evoluțiile din trimestrul II, datele statistice disponibile fac dificilă evaluarea tendinței în cazul prețurilor industriale, însă oferă suficiente indicii privind menținerea presiunilor din partea prețurilor de import și a celor aferente producției agricole interne.

²⁴ Aproximat prin suma dintre veniturile totale din salarii (salariile nete ponderate cu numărul salariaților), cele provenind din surse bugetare și extrabugetare (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj, asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la nerezidenți.

3.1. Prețurile de import

După patru trimestre în care prețurile de import au exercitat o influență favorabilă asupra prețurilor interne, trimestrul I 2006 a consemnat o inversare de tendință, deflatorul asociat importului de bunuri și servicii revenind la un nivel supraunitar (102,9 la sută, de la 97,6 la sută în trimestrul IV 2005). La deteriorarea evoluției au contribuit atât accentuarea mișcării ascendente a prețurilor externe (indicele valorii unitare a importurilor s-a majorat de la 106 la 106,9 la sută), cât și încetinirea ritmului anual de apreciere nominală a monedei naționale față de euro (de la 9,7 la sută în trimestrul IV 2005 la 4,1 la sută în perioada analizată).

În structură, prețurile bunurilor energetice au consemnat și de această dată cele mai înalte ritmuri de creștere, fără a contribui însă la plusul de dinamică. Indicele anual al valorii unitare a importurilor pe relația cu Uniunea Europeană, sursă de produse industriale și materii prime de altă factură, a înregistrat un nivel sensibil mai mic (101,3 la sută), în creștere totuși cu 0,3 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior.

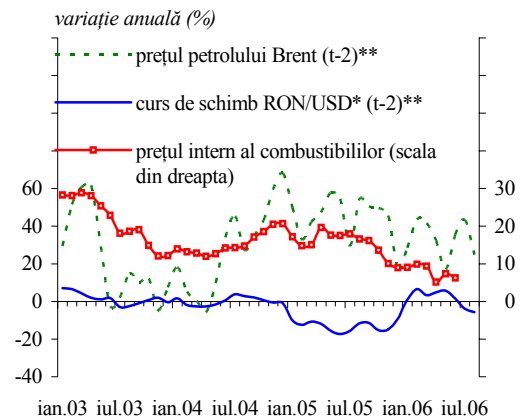
Datele referitoare la trimestrul II 2006 sugerează continuarea presiunilor generate de prețurile externe, în condițiile în care pe piața petrolului au apărut noi tensiuni ce au condus la maxime istorice ale prețurilor²⁵, iar prețurile produselor industriale²⁶ exportate de Uniunea Europeană și-au accelerat ritmul anual de creștere, media intervalului aprilie-mai 2006 plasându-se la 2,6 la sută, cu 0,4 puncte procentuale peste valoarea din trimestrul precedent (cele mai consistente dinamici se înregistrează în continuare pe segmentul bunurilor intermediare). Evoluții similare furnizează și saltul consemnat de indicele agregat de prețuri ale mărfurilor calculat de FMI, nivelul din trimestrul II (131,7 la sută) depășind valoarea precedentă cu peste 5 puncte procentuale.

O influență pozitivă, dar cu impact relativ modest asupra prețurilor interne a decurs din evoluția cursului de schimb al leului în raport cu dolarul SUA, marcată de revenirea la o tendință de apreciere nominală în termeni anuali. În cazul raportului de schimb leu/euro s-a menținut trendul de apreciere nominală față de perioada similară a anului anterior, însă deprecierea consemnată în intervalul mai-iunie 2006 a redus nivelul acesteia față de valoarea trimestrului I.

²⁵ Cotațiile Brent au atins nivelul de 74,5 USD/baril la începutul lunii mai 2006, după care au fluctuat în jurul pragului de 70 USD/baril. Astfel, prețul mediu din trimestrul II a fost cu 34,3 la sută mai mare față de același interval al anului precedent, cu 4,8 puncte procentuale peste ritmul de creștere din trimestrul I 2006.

²⁶ Din industria prelucrătoare.

Prețul petrolului și prețul combustibililor

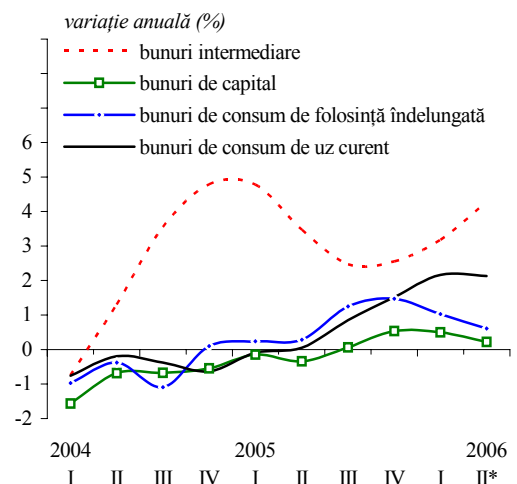


* (-) apreciere RON, (+) depreciere RON

** decalaj determinat de durata ciclului de producție (45 de zile)

Sursa: INS, AIE

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25



Sursa: Eurostat

*) aprilie - mai

3.2. Prețurile de producție

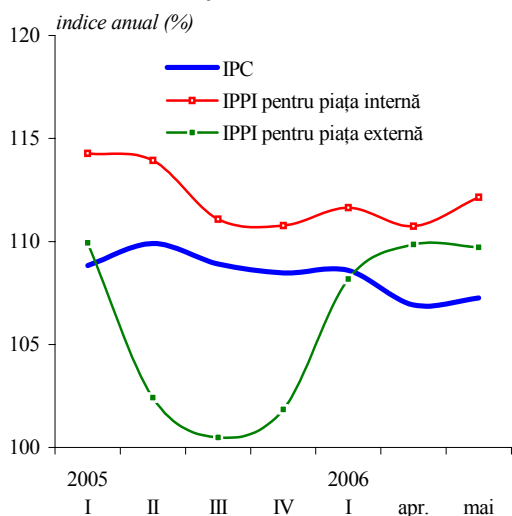
3.2.1. Prețurile producției industriale

Presiunile asociate majorării costurilor cu unele materii prime (îndeosebi metale) și a tarifelor la utilități au determinat în trimestrul I 2006 întreruperea procesului dezinflaționist la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă (+0,9 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 11,6 la sută).

Deși s-a manifestat cu intensități diferite, tendința s-a regăsit la majoritatea grupelor industriale, segmentul bunurilor de uz curent fiind singurul la nivelul căruia a continuat trendul descendent al dinamicii anuale a prețurilor de producție (-0,3 puncte procentuale, până la 8,2 la sută). Totuși, importanța evoluției este dificil de evaluat din perspectiva prețurilor de consum, în condițiile în care marile ramuri industriale asignate acestei categorii au înregistrat mișcări de sens opus.

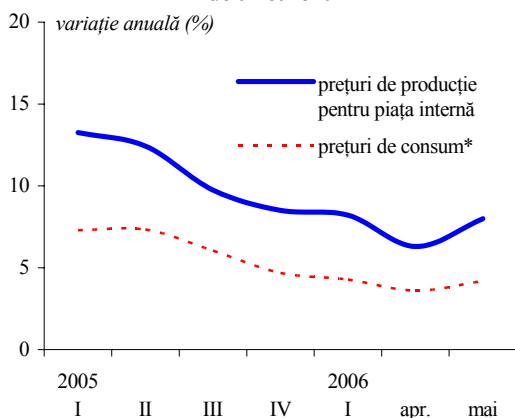
O accelerare de ritm sub media sectorului industrial s-a observat în cazul sectorului energetic (+0,4 puncte procentuale), dar variația anuală înregistrată de prețurile de producție aferente acestei categorii de bunuri (+21,7 la sută) a rămas ridicată. Analiza în structură relevă faptul că, la nivelul întregii grupe, impactul vitezei mai mici de creștere a costurilor de producere a energiei electrice²⁷ și termice (-1,6 puncte procentuale, până la 9,4 la sută) a fost contracarat de mișcările produse în ramurile implicate în extracția și prelucrarea hidrocarburilor. În cazul segmentului de extracție a hidrocarburilor, plusul consistent de dinamică (+6,5 puncte procentuale, până la 46,6 la sută) s-a datorat în mare măsură mișcărilor din luna februarie, determinate atât de evoluția cererii (consum sensibil mai mare în contextul unei ierni mai friguroase decât în anul precedent), cât și a ofertei (reducerea livrărilor externe pe fondul diferendului Rusia-Ucraina, costuri de extracție mai mari generate de temperaturile scăzute); o influență suplimentară a exercitat devansarea majorărilor salariale acordate de principalul producător de hidrocarburi (SNP Petrom).

Prețurile producției industriale și de consum



Sursa: INS

Prețurile aferente bunurilor de uz curent



* pentru separarea bunurilor de uz curent, din mărfurile alimentare și nealimentare incluse în coșul de consum au fost excluse următoarele poziții: legume, fructe, ouă, produse de uz casnic, produse cultural-sportive, combustibili, energie electrică, gaze și încălzire centrală și alte mărfuri nealimentare.

Sursa: INS, calcule BNR

²⁷ O posibilă explicație ar putea fi legată de presiunile mai mari venite din partea consumatorilor, la încheierea contractelor de furnizare din acest an. Începând cu 1 iulie 2005, numărul consumatorilor eligibili este de aproximativ 600 000, comparativ cu circa 2 000, care aveau dreptul să-și negocieze prețurile, anterior. Întrucât decizia de liberalizare totală a pieței energiei electrice pentru consumatorii non-rezidențiali a fost luată mai devreme cu 18 luni (1 iulie 2005 față de 1 ianuarie 2007), este posibil ca la momentul adoptării ei o parte a consumatorilor industriali să fi avut deja perfectate contracte de furnizare a energiei electrice până la finele anului.

O evoluție nefavorabilă din perspectiva dezinflației s-a consemnat pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată, unde ritmul anual de creștere a prețurilor de producție s-a majorat la 6,6 la sută (comparativ cu 5 la sută în trimestrul IV 2005), cauzele incluzând probabil costul mai mare al materiilor prime (în principal metale) și intensificarea puternică a cererii interne.

Cea mai vizibilă inversare de trend, comparativ cu trimestrul IV 2005, s-a consemnat pe segmentul bunurilor intermediare (+2 puncte procentuale, până la 5,2 la sută), evoluția fiind imprimată de industria metalurgică, unde dinamica anuală a prețurilor de producție a consemnat prima valoare pozitivă din ultimele trei trimestre (+0,4 la sută, față de -5,1 la sută în trimestrul IV 2005); mișcarea poate fi corelată în principal cu expansiunea prețurilor metalelor pe piețele externe²⁸. Dată fiind ponderea importantă deținută în costurile de producție²⁹, acest ultim factor a contribuit semnificativ și la intensificarea ritmului de creștere a prețurilor de producție din ramurile producătoare de bunuri de capital (+1,1 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 8,3 la sută).

În ceea ce privește posibilitatea reluării în trimestrul II 2006 a procesului dezinflaționist la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă, evoluțiile din primele două luni ale intervalului fac dificilă evaluarea, în condițiile în care s-a reușit doar o ajustare modestă de ritm anual comparativ cu trimestrul I 2006, iar în sectorul manufacturier continuă să se acumuleze tensiuni, în special pe segmentul de prelucrare a hidrocarburilor. Așteptări favorabile sunt legate însă de principalele ramuri producătoare de bunuri de uz curent (alimentară, textile, confecții), în condițiile în care, la jumătatea lunii februarie, s-a luat decizia reducerii/eliminării taxelor vamale aferente unor importuri de produse agricole și industriale³⁰.

3.2.2. Prețurile producției agricole

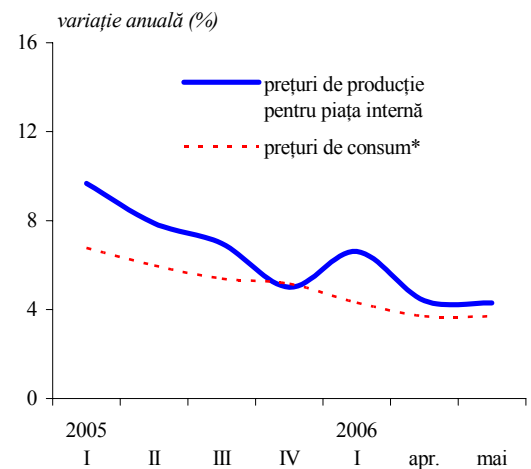
Prețurile produselor agricole au înregistrat în trimestrul I 2006 noi acumulări de ritm (+5 puncte procentuale, până la 7,3 la sută), exclusiv ca urmare a evoluțiilor de pe segmentul

²⁸ Conform statisticilor FMI, prețul metalelor a consemnat în trimestrul I 2006 noi acumulări de ritm față de trimestrul anterior (+4 puncte procentuale, până la 33,8 la sută – cea mai mare variație din ultimul an). În ceea ce privește aluminiul și cuprul, plusurile de dinamică au fost și mai consistente (+13,9 și respectiv +12,4 puncte procentuale), în cel de-al doilea caz atingându-se maxime istorice ale prețului.

²⁹ Potrivit declarațiilor unor producători, până la 20-22 la sută.

³⁰ Taxele vamale aprobate pentru perioada februarie-decembrie 2006 în cazul unor importuri de materii prime agricole și industriale (Hotărârea Guvernului nr. 200/2006) sunt semnificativ mai mici decât nivelurile de bază aplicate anterior (mergând până la exceptări în cazul unor categorii pentru care se percepeau anterior cote de 333 la sută).

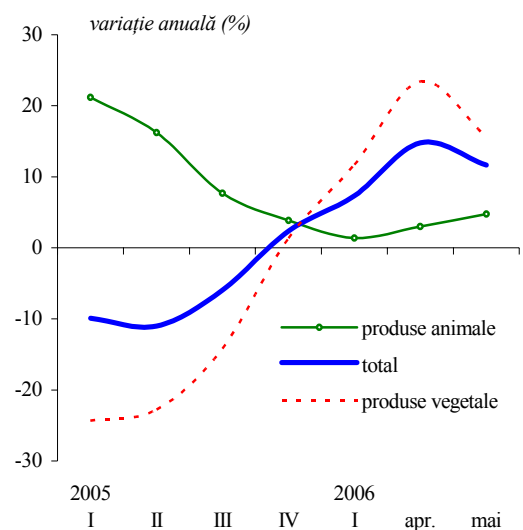
Prețurile aferente bunurilor de folosință îndelungată



* s-au luat în considerare grupele: produse de uz casnic, mobilă și produse cultural-sportive

Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

producției vegetale (+10,5 puncte procentuale, până la 11,7 la sută). La această tendință a contribuit mai puțin categoria cerealelor, care a consemnat în continuare ritmuri negative, chiar dacă mai puțin accentuate (până la -31,2 la sută în cazul grâului), cât mai ales mișcările consemnate pe segmentul legumelor și fructelor, afectat de insuficiența ofertei interne. Din perspectiva ritmurilor trimestriale, intensificarea presiunilor la nivelul cerealelor este și mai vizibilă, toate categoriile monitorizate consemnând variații pozitive (pentru prima dată în ultimul an).

În ceea ce privește prețurile produselor animale, ritmul anual atins în trimestrul I 2006 s-a situat cu 2,4 puncte procentuale sub media trimestrului anterior (+1,4 la sută), singurul segment cu valori superioare fiind cel al cărnii de pasăre (+1,7 puncte procentuale, până la 10,9 la sută). În acest ultim caz, mișcarea s-a datorat exclusiv evoluțiilor din luna martie (+34,7 la sută în termeni anuali), posibil pe seama încercării producătorilor de a profita de o relativă revigorare a consumului (ca urmare a diminuării suspiciunilor privind gripa aviară), pentru a recupera din pierderile deja înregistrate.

Pentru acest ultim segment nu sunt previzibile tensiuni majore nici în trimestrul II 2006, mișcările observate în cazul cărnii de pasăre (menținerea ritmurilor anuale ridicate și în perioada aprilie-mai) fiind contracarate de evoluțiile de la nivelul celorlalte sortimente de carne cu pondere în consum. În ceea ce privește produsele vegetale este de așteptat ca tendințele actuale să continue, atât în cazul cerealelor, cât și al legumelor și fructelor, categorii care s-ar putea confrunta în continuare cu acumularea de noi tensiuni în contextul condițiilor meteorologice nefavorabile din primăvara anului curent.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În trimestrul II 2006, BNR a continuat să acționeze în direcția întăririi politicii monetare, majorând pentru a doua oară în acest an rata dobânzii de politică monetară (cu 0,25 puncte procentuale) și sporind la 20 la sută rata rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit. Un aport mai scăzut la înăsprirea condițiilor monetare în sens larg a avut cursul efectiv³¹ de schimb al leului, care a resimțit impactul masivei reajustări de portofoliu pe care au efectuat-o în această perioadă investitorii financiari.

Continuarea creșterii restrictivității politicii monetare în trimestrul II a fost graduală, măsurile adoptate de BNR reflectând sporirea gradului de risc inflaționist al contextului macroeconomic. Astfel, la începutul trimestrului, CA al BNR a anunțat că va prelungi pentru o perioadă mai îndelungată conduita fermă a politicii monetare. Pentru a susține această decizie, banca centrală a menținut un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară, ceea ce a determinat creșterea treptată a randamentului mediu al plasamentelor instituțiilor de credit la BNR și respectiv anularea decalajului dintre acesta și rata dobânzii de politică monetară. Nevoia de înăsprire suplimentară a condițiilor monetare a determinat BNR să opereze spre sfârșitul trimestrului o nouă creștere a ratei dobânzii de politică monetară, care a atins astfel nivelul de 8,75 la sută. Totodată, pentru a potența impactul acestei decizii asupra dinamicii creditului neguvernamental, respectiv asupra componentei în lei a acestuia, BNR a recurs, pentru prima dată în ultimii șase ani și jumătate, la o creștere a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei (de la 16 la 20 la sută), măsura fiind implementată începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2006.

Înăsprirea condițiilor monetare în prima parte a trimestrului a fost justificată de relativa deteriorare a perspectivelor procesului de dezinflație, pusă în evidență de prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu. Principalii factori generatori de presiuni inflaționiste pe termen scurt s-au profilat a fi majorarea preconizată a unor impozite indirecte și

³¹ Construit ca medie a cursurilor de schimb dintre leu și euro, respectiv leu și dolar, cu ponderi date de importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

înărutățirea, pe acest fond, a anticipațiilor inflaționiste, precum și creșterea față de exercițiul anterior de prognoză a amplitudinii și duratei proiectate a excedentului de cerere. Riscul creșterii presiunilor inflaționiste ale cererii a devenit mai evident odată cu apariția datelor statistice privind evoluția PIB în primul trimestru, care au relevat o accelerare peste așteptări a creșterii economice în această perioadă (rata anuală de creștere a PIB a consemnat cea mai ridicată valoare din ultimele 5 trimestre – vezi cap. III. *Evoluții ale activității economice*). Prin urmare, în a doua sa ședință din acest trimestru, CA al BNR a decis să accentueze trendul de creștere a restrictivității politicii monetare. Reacția promptă a BNR a mai fost justificată de dinamizarea excesivă a consumului final al gospodăriilor populației, precum și de corelarea acesteia cu sporirea sensibilă a vitezei de expansiune a creditului neguvernamental, în special a componentei sale în monedă națională.

Astfel, contrar tendinței manifestate în trimestrele precedente, consumul final efectiv al gospodăriilor populației a înregistrat în lunile ianuarie-martie 2006 o neașteptată creștere de ritm (10,9 la sută, comparativ cu 6,4 la sută în trimestrul IV 2005). Cu toate că o contribuție importantă la această evoluție și-a adus-o relativa redresare a autoconsumului și a altor consumuri casnice, potențialul inflaționist al cererii de consum a rămas ridicat, în condițiile în care ritmul achizițiilor de mărfuri și servicii ale populației a continuat să fie deosebit de alert (deși ușor temperat față de trimestrul anterior). Pe deasupra, conform datelor statistice apărute ulterior, ritmul mediu anual de creștere a cifrei de afaceri a întreprinderilor cu activitate principală de comerț cu amănuntul și, respectiv, a celei realizate din prestarea de servicii a atins în primele două luni ale trimestrului II valori superioare celor din primul trimestru al anului. Pe lângă relativa majorare a ratei medii de creștere în termeni reali a salariului mediu net, un aport important la alimentarea consumului l-a avut amplificarea îndatorării populației față de bănci.

În acest context, prin deciziile de întărire a politicii monetare, precum și prin maniera specifică în care a reacționat, banca centrală a urmărit să frâneze viteza de creștere a creditelor în lei acordate populației; impactul acesteia a fost doar parțial contrabalansat de prelungirea declinului ratei de creștere a împrumuturilor în valută ale persoanelor fizice, astfel încât împrumuturile totale acordate acestui segment și-au prelungit traiectoria ascendentă. Cererea de credite în lei a populației a fost impulsionată cu precădere de scăderile relativ consistente operate de bănci în ultima perioadă asupra ratelor de dobândă practicate la acordarea de noi împrumuturi (inclusiv pentru cele destinate refinanțării creditelor în derulare), concurența tot mai acerbă dintre instituțiile de credit imprimând acestor rate o traiectorie opusă celei ce a caracterizat randamentul mediu al

plasamentelor băncilor la BNR. În același timp, accentuarea competiției în mediul bancar a atenuat impactul restrictiv exercitat de unele măsuri prudențiale adoptate anterior de banca centrală; astfel, ca urmare a diversificării rapide a ofertei de produse bancare destinate creditării persoanelor fizice, împrumuturile în lei pe termen lung (peste 5 ani, cu sau fără garanție ipotecară) au fost tot mai mult solicitate pentru satisfacerea consumului. În aceste condiții, în perioada aprilie-mai rulajul mediu al creditelor noi în lei acordate populației a sporit rapid, dinamica lor înregistrând, totuși, o relativă încetinire comparativ cu primul trimestru; concomitent, ritmul real de creștere a soldului acestei categorii de împrumuturi s-a majorat sistematic, atingând în luna mai nivelul de 110,5 la sută. O tendință opusă – deși ușor estompată comparativ cu cea din trimestrele anterioare – a caracterizat în lunile aprilie-mai evoluția creditelor în valută acordate populației; ritmurile de creștere ale fluxurilor medii lunare și respectiv ale soldurilor împrumuturilor în deize (exprimate în euro) au continuat să scadă, dar mai lent comparativ cu perioadele precedente.

Prin majorarea ratei dobânzii de politică monetară, BNR a mai urmărit să determine producerea unei ajustări ascendente mai clare a randamentelor oferite de bănci pentru depozitele la termen în lei, de natură să stimuleze mai consistent economisirea în monedă națională; din această perspectivă, datele statistice din luna mai nu au fost suficient de convingătoare, indicând doar o stopare (posibil de natură conjuncturală) a tendinței aproape continue de scădere înregistrată, cu începere din februarie 2005, de rata anuală de creștere a economiilor în lei ale populației. Potențialii determinanți ai acestei stopări au fost: (i) sporirea mai rapidă a veniturilor salariale (posibil, și a volumului remiterilor din străinătate), (ii) majorarea ușoară a ratelor dobânzilor aferente depozitelor la termen și (iii) modificarea preferințelor populației, respectiv tentativa de a valorifica nivelul mai înalt al cursului de schimb (deprecierea leului fiind percepută ca fiind de scurtă durată și reversibilă). Cu toate acestea, economisirea în valută a rămas relativ atractivă; pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II depozitele în valută ale persoanelor fizice și-au consolidat creșterea comparativ cu prima parte a anului (27,2 la sută, exprimate în euro), dinamica lor continuând să o devanseze net pe cea a plasamentelor în lei ale acestui segment.

În ultima parte a trimestrului, întărirea politicii monetare a fost justificată și de previzibilul efect expansionist al sporirii consistente în acest an a nivelului programat al cheltuielilor bugetare. Astfel, ca urmare a deciziei de majorare a deficitului bugetar programat (de la 0,9 la 2,5 la sută – cea mai ridicată valoare din ultimii 4 ani) adoptată în mod neașteptat de Guvern, un volum net adițional de cheltuieli publice echivalând cu circa 3,8 la sută

din PIB se va efectua concentrat în ultimele 7 luni ale anului (o sumă dublă în raport cu cea aferentă perioadei ianuarie-mai 2006).

Un alt motiv de îngrijorare pentru BNR în trimestrul II l-a constituit impactul inflaționist pe care urma să-l exercite pe termen scurt procesul de majorare a impozitelor indirecte aplicate țigaretelor, produselor din tutun și alcool (inclusiv prin instituirea taxei pe viciu), care a fost inițiat în luna mai. Prin urmare, întărirea politicii monetare a mai vizat minimizarea atât a riscului propagării acestui șoc asupra altor categorii de prețuri, cât și a celui de deteriorare a anticipațiilor inflaționiste. Efectul direct al derulării primei etape a acestui proces a contribuit substanțial la întreruperea în luna mai a declinului ratei anuale a inflației, aceasta urcând la 7,26 la sută (de la 6,92 la sută în aprilie). În schimb, în acest interval factorii ofertei reprezentați de prețurile administrate și de cele volatile au avut un impact inflaționist inferior celui din trimestrul precedent, în condițiile în care creșterile maxime ale acestora au atins doar 3,47 la sută în luna aprilie (prețul gazelor naturale) și 1,33 la sută în luna mai (prețul combustibililor). În aceste condiții, rata anuală a inflației a scăzut în luna iunie la 7,11 la sută, nivelul său plasându-se cu 1,3 puncte procentuale sub cel din luna martie și cu 0,9 puncte procentuale sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna mai 2006. Cu toate acestea, sondajele efectuate la nivelul pieței bancare și cele efectuate în rândul agenților economici au continuat să indice o deteriorare a anticipațiilor inflaționiste, ceea ce a constituit un argument suplimentar al menținerii unei conduite prudente a politicii monetare.

Creșterea restrictivității politicii monetare s-a realizat în prima parte a trimestrului prin menținerea unui control ferm asupra lichidității de pe piața monetară și prin sporirea implicită a nivelului ratei dobânzii plasamentelor băncilor la BNR. Astfel, banca centrală a drenat sistematic excedentul de lichiditate, absorbind integral sumele oferite de către instituțiile de credit în cadrul licitațiilor săptămânale de depozite cu scadența de o lună. Ca urmare, ponderea majoritară deținută de principalul instrument de politică monetară în soldul plasamentelor băncilor la BNR s-a majorat treptat (depășind 70 la sută), în timp ce apelul instituțiilor de credit la facilitatea de depozit a continuat să consemneze valori relativ modeste. Consecvența manifestată de banca centrală în sterilizarea supralichidității, precum și relativa diminuare a incertitudinii operatorilor în ceea ce privește evoluția factorilor autonomi ai lichidității au determinat consolidarea trendului ascendent al ratei medii a dobânzii aferente plasamentelor băncilor la BNR (+0,4 puncte procentuale în iunie comparativ cu luna martie), aceasta ajungând să se suprapună, practic, ratei dobânzii de politică monetară (de

8,5 la sută). Controlul riguros asupra lichidității a fost menținut și după majorarea ratei dobânzii de politică monetară (pe data de 27 iunie), efectul coroborat al acestor acțiuni urmând a fi resimțit pe deplin de ratele dobânzilor interbancare în perioada următoare.

Un efect mai puțin restrictiv a exercitat însă asupra condițiilor monetare traiectoria cursului de schimb; astfel, după 5 luni consecutive de scădere, raportul leu/euro s-a majorat în lunile mai și iunie, moneda națională acumulând pe ansamblul trimestrului II o depreciere nominală de 1,2 la sută față de euro (comparativ cu o apreciere de 4,3 la sută în trimestrul I 2006). Evoluția cursului de schimb a fost influențată semnificativ de schimbarea radicală a atitudinii investitorilor față de economiile și piețele din Europa Centrală și de Est (vezi subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*). Cu toate acestea, deprecierea leului față de euro a avut o amplitudine inferioară celor înregistrate de alte monede din regiune, inclusiv datorită volumului mai scăzut în termeni relativi al intrărilor de capital pe termen scurt consemnat pe piața financiară internă.

CASETĂ

Cadrul operațional al politicii monetare a BNR

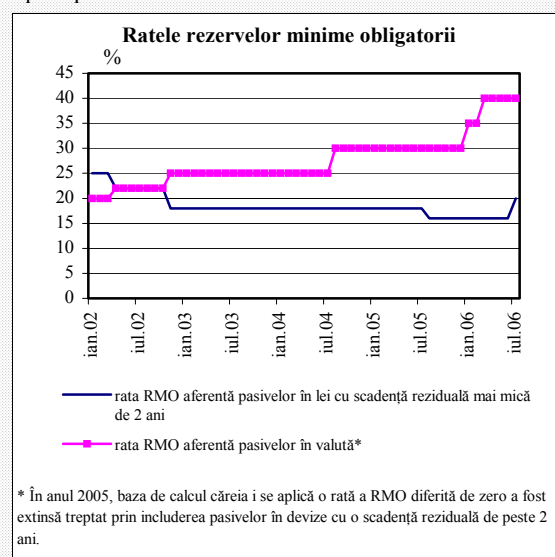
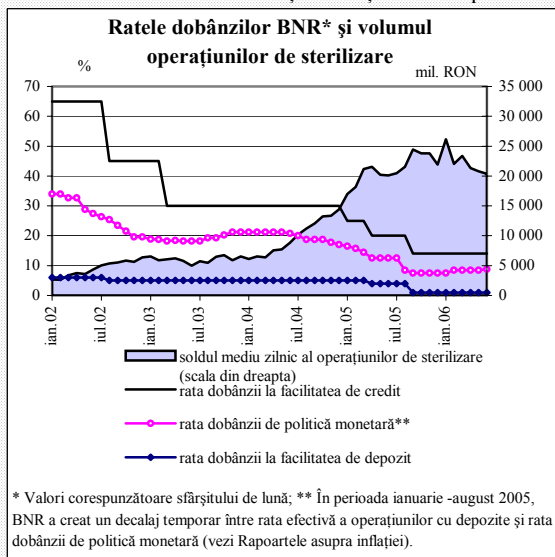
Cadrul operațional al politicii monetare reprezintă setul de instrumente și proceduri prin care banca centrală implementează politica monetară în vederea atingerii obiectivului său fundamental. Configurația actuală a cadrului operațional al politicii monetare a BNR este rezultatul modificărilor succesive operate de banca centrală asupra instrumentelor de politică monetară în scopul adaptării lor la mutațiile produse la nivelul pieței financiare, în primul rând al segmentului interbancar, precum și la nivelul economiei în ansamblul ei. Totodată, prin schimbările pe care le-a efectuat, BNR a urmărit să asimileze principiile generale care stau la baza configurării unui asemenea cadru, cele mai importante fiind: (i) eficacitatea operațională a băncii centrale și (ii) simplitatea, transparența și eficiența instrumentelor de politică monetară. În ultima perioadă, principalele ajustări operate de BNR asupra propriilor instrumente au vizat:

- valorificarea și potențarea fenomenului de întărire a rolului ratei dobânzii în cadrul mecanismului de transmisie a politicii monetare, produsă pe fondul progresului refacerii intermedierei financiare și al adâncirii pieței monetare;
- armonizarea acestora cu setul de instrumente ale BCE, cu toate că persistența excedentului structural de lichiditate necesită adecvarea caracteristicilor instrumentelor utilizate de BNR la specificul pieței monetare interne;
- creșterea gradului de transparență și de predictibilitate ale acestora în contextul strategiei de țintire directă a inflației adoptate de BNR în august 2005.

Setul de instrumente utilizat în prezent *de facto* de către BNR cuprinde:

1. Operațiunile *open market*. Utilizate în scopul influențării ratelor de dobândă, al gestionării condițiilor de lichiditate de pe piața monetară, dar și pentru a semnaliza orientarea politicii monetare, operațiunile de piață reprezintă cel mai important instrument de politică monetară al BNR. Deși *de jure* banca centrală are la dispoziție o gamă variată de instrumente de piață, poziția de debitor net a acesteia față de sistemul bancar a impus utilizarea *de facto* aproape exclusivă a instrumentelor de absorbție monetară. În prezent, acestea includ:

- Atragerea de depozite pe scadența de o lună – instrumentul principal de politică monetară. Operațiunile cu depozite au fost inițiate în iunie 1997, ele desfășurându-se, de regulă, ca licitații de rată de dobândă adjudecate prin metoda prețului multiplu. Până în anul 2003 termenele depozitelor atrase au variat între o zi și trei luni. Cu începere din luna mai 2003, BNR utilizează o unică scadență – cea de o lună – pentru atragerea de depozite. Plafonul randamentelor acceptate la aceste operațiuni, stabilit de către CA al BNR (preanunțat începând din luna august 2003), a reprezentat rata dobânzii de politică monetară (graficul de mai jos) până la momentul trecerii la derularea atragerii de depozite sub forma licitațiilor de volum (august 2005); în noul context, rata dobânzii de politică monetară o constituie **rata fixă de dobândă atașată depozitelor pe o lună**. Cea mai recentă modificare a fost adusă acestui instrument de politică monetară în a doua parte a lunii februarie 2006, constând în standardizarea frecvenței licitațiilor de depozite – o dată pe săptămână.



(continuare)

– Emiterea de certificate de depozit (CD-uri) – instrument introdus în luna iunie 2004, datorită necesității sterilizării unui volum tot mai mare al excedentului de lichiditate. Emise pe o scadență superioară celei a depozitelor (3 luni) și putând fi tranzacționate pe piața secundară între bănci, CD-urile au oferit avantajul prelungirii orizontului temporal al sterilizării, în condițiile unei prime de lichiditate relativ mai reduse. Operațiunile BNR cu CD-uri au un grad mai ridicat de standardizare decât cele cu depozitele; certificatele se emit exclusiv prin intermediul licitațiilor adjudecate prin metoda prețului multiplu, organizate cu frecvență lunară, valoarea acceptată de BNR putând varia în limita a ± 25 la sută din volumul anunțat.

2. Facilitățile oferite de banca centrală. Aceste instrumente au fost introduse începând din anul 2000, având rolul: (i) de a absorbi (facilitatea de depozit) sau de a injecta (facilitatea de credit) lichiditate pe termen foarte scurt (o zi), (ii) de a semnaliza orientarea generală a politicii monetare prin ratele de dobândă atașate și respectiv (iii) de a stabiliza ratele dobânzilor pe termen scurt pe piața monetară interbancară, prin culoarul format de ratele de dobândă ale celor două facilități. Spre deosebire de operațiunile *open market*, facilitățile oferite de banca centrală sunt accesibile instituțiilor de credit la inițiativa acestora, ele fiind apelate cu o frecvență mai mare doar la finele perioadelor de constituire a RMO.

3. Rezervele minime obligatorii (RMO). Introdus în anul 1992, regimul RMO a fost adaptat treptat contextului specific de implementare al politicii monetare. O modificare radicală a fost adusă acestui regim în anul 2002, BNR urmărind ca acest instrument să îndeplinească atât funcția de control monetar (aflată în strânsă corelație cu cea de management al lichidității și mai precis de sterilizare a excedentului structural de lichiditate), cât și pe cea de stabilizator al ratelor dobânzilor pieței interbancare. Principalele caracteristici ale actualului regim al RMO sunt:

- (i) baza de calcul a RMO se determină ca nivel mediu zilnic (pe perioada de observare) al soldurilor elementelor de pasiv în lei și în valută din bilanțurile băncilor (cu excepția pasivelor interbancare, a obligațiilor către BNR și a capitalurilor proprii);
- (ii) perioada de observare și cea de aplicare au durata de o lună, fiind succesive (prima dintre ele reprezentând intervalul cuprins între data de 24 a lunii precedente și data de 23 a lunii curente);
- (iii) ratele RMO pot fi diferențiate atât în funcție de moneda de constituire (vezi graficul din casetă), cât și în funcție de scadența reziduală a elementelor incluse în baza de calcul (mai mică sau mai mare de 2 ani);
- (iv) RMO se constituie ca nivel mediu zilnic al disponibilităților menținute pe parcursul perioadei de aplicare în conturile deschise la BNR;
- (v) deficitului de rezerve i se aplică o dobândă penalizatoare, iar abaterile repetate se sancționează prin avertisment, amenzi sau prin limitarea operațiunilor instituției de credit.

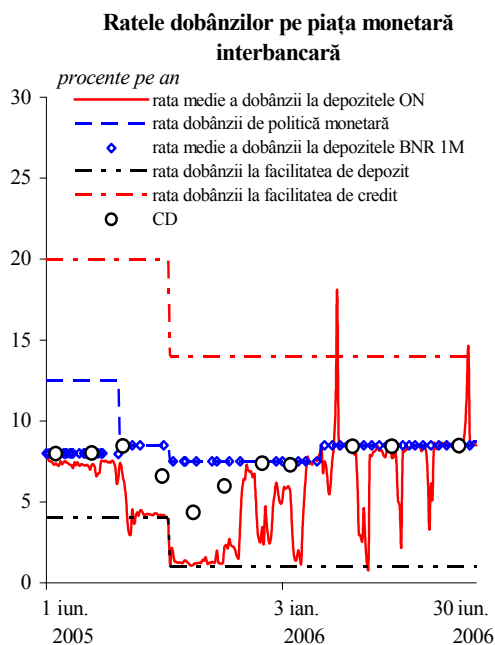
4. Intervențiile pe piața valutară. Spre deosebire de celelalte categorii de instrumente utilizate de BNR, intervențiile pe piața valutară nu sunt standardizate. În intervalul 1997-2005, operațiunile băncii centrale pe piața valutară au constat în principal în cumpărări de valută. Acestea s-au rărit însă substanțial începând cu noiembrie 2004, când BNR și-a ajustat politica de intervenții valutare în scopul creșterii flexibilității și impredictibilității cursului de schimb al monedei naționale. Totuși, în vara anului 2005, BNR a fost nevoită să recurgă la intervenții masive pe piața valutară, autoritatea monetară urmărind astfel să descurajeze intrările substanțiale de capital speculativ din acea perioadă prin compromiterea anticipațiilor de apreciere nominală și prin accentuarea impredictibilității cursului de schimb al leului; începând cu a doua jumătate a lunii octombrie 2005 banca centrală nu a mai efectuat însă operațiuni pe piața valutară.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Sub impactul controlului ferm exercitat de BNR asupra lichidității și al majorării ratei dobânzii de politică monetară spre finele perioadei, randamentele pieței interbancare și-au continuat și în trimestrul II tendința ascendentă. În schimb, cursul leu/euro și-a inversat la mijlocul trimestrului traiectoria, fiind afectat de turbulența provocată pe piețele emergente ale Europei Centrale și de Est de schimbarea de atitudine a investitorilor financiari. Dinamica anuală a lichidității din economie și-a stopat declinul, sub influența exclusivă a expansiunii componentei în lei a creditului guvernamental.

2.1. Ratele dobânzilor

Menținerea fermității politicii de absorbție a lichidității excedentare și majorarea ratei dobânzii de politică monetară operată spre finele perioadei au imprimat și în trimestrul II o tendință ascendentă randamentelor aferente depozitelor interbancari; sporadic, creșterea acestora s-a mai datorat producerii unor schimbări neașteptate ale condițiilor de pe piața monetară. Pe ansamblul trimestrului, rata medie a dobânzii plasamentelor interbancare a urcat la 8,0 la sută, fiind superioară cu 1,5 puncte procentuale celei consemnate în trimestrul anterior.



Panta traiectoriei descrise de ratele dobânzilor nu a fost lină însă nici în acest interval. Astfel, în luna aprilie, rata medie a dobânzilor interbancare a consemnat o ajustare consistentă (+1,3 puncte procentuale), reducându-și decalajul față de rata dobânzii de politică monetară. Principalul determinant al acestei evoluții a fost maniera riguroasă în care banca centrală a drenat excedentul de lichiditate prin intermediul operațiunilor sale cu depozite, și, implicit, diminuarea graduală a incertitudinii băncilor în ceea ce privește rezultatul licitațiilor organizate de BNR; un stimul suplimentar temporar al urcării randamentelor pe termen foarte scurt l-a constituit efectul sezonier restrictiv exercitat de factorii autonomi ai lichidității. Ulterior, curba ratelor dobânzilor interbancare a consemnat o relativă aplatizare, randamentele depozitelor ON stabilizându-se, începând cu ultima parte a lunii mai, pe un palier aflat în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară. Această evoluție s-a întrerupt însă la debutul celei de a doua decade a lunii iunie, când randamentele ON au consemnat fluctuații deosebit de ample, urcând sporadic până la nivelul de 18,5 la sută; saltul acestora a fost provocat de creșterea peste așteptări a volumului plăților efectuate către Trezorerie, asociată unei sporiri conjuncturale a cererii de rezerve pe termen scurt a unor

instituții de credit (inclusiv ca urmare a producerii unor ieșiri nete de capital). În acest context, facilitatea de creditare a fost reapelată, după o pauză de patru luni, însă sumele solicitate au avut dimensiuni relativ modeste³². Pe ansamblul lunii iunie, rata medie a dobânzii interbancare a crescut la 9,1 la sută.

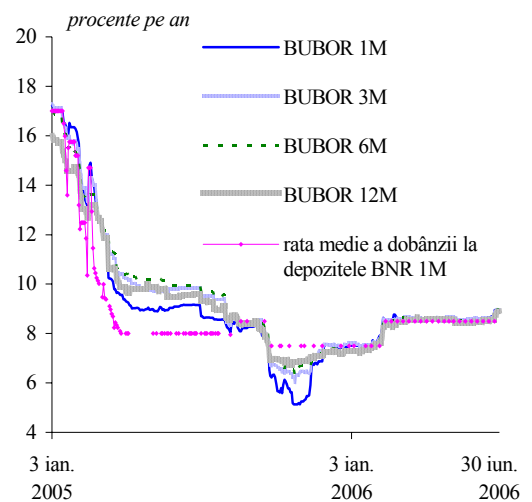
Cu toate acestea, pe ansamblul trimestrului II, volatilitatea ratelor de dobândă aferente depozitelor ON s-a diminuat considerabil, atingând cel mai redus nivel din ultimul an; un rol decisiv în acest sens l-a avut creșterea predictibilității operațiunilor de atragere de depozite de către BNR. În același timp, intervalul de variație a valorilor medii zilnice ale randamentelor ON s-a îngustat semnificativ (de la 0,8-18,1 la sută la 2,2-14,6 la sută).

Curba randamentelor BUBOR (1M-12M) a continuat să se afle într-o relativă ascensiune, plasându-se în iunie cu doar 0,1 puncte procentuale deasupra nivelului consemnat în urmă cu trei luni. Panta acesteia a rămas însă negativă, reflectând conservarea anticipațiilor privind diminuarea ratelor dobânzilor în următoarele 12 luni. În cazul cotațiilor pe scadențele inferioare (ON și 1W), creșterea a fost însă mai pronunțată, valoarea medie a acestora depășind-o în iunie cu 1,5 puncte procentuale pe cea din martie. Ecartul dintre cotațiile BUBOR ON și randamentele aferente depozitelor tranzacționate pe această scadență s-a îngustat în medie cu 0,8 puncte procentuale (până la 14 puncte de bază), reflectând la rândul său relativa diminuare a incertitudinii operatorilor cu privire la evoluția lichidității pe piața monetară.

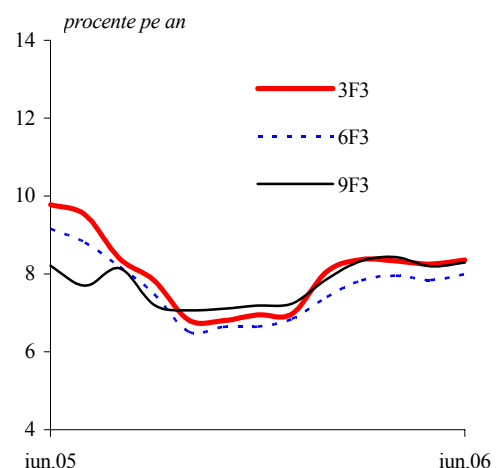
Ratele *forward* implicite (determinate pe baza cotațiilor din iunie) sugerează de asemenea o consolidare a așteptărilor privind scăderea randamentelor interbancare în acest an. Nivelul așteptat al ratei BUBOR 3M pentru luna septembrie este inferior cu 0,3 puncte procentuale celui actual (8,4 la sută), un declin ceva mai pronunțat fiind previzionat pentru luna decembrie (până la 8,0 la sută). Trendul descendent ar urma să fie inversat însă la începutul anului viitor, valoarea anticipată a ratei BUBOR 3M plasându-se la 8,3 la sută.

MFP nu a efectuat operațiuni pe piața primară a titlurilor de stat nici în acest trimestru, cele două licitații de obligațiuni cu scadențe de 3 și 5 ani, în valoare a câte 100 milioane RON, programate a se derula în mai, respectiv iunie, fiind anulate. Evoluția veniturilor și a cheltuielilor bugetare în această perioadă a continuat să asigure un nivel confortabil al resurselor din contul

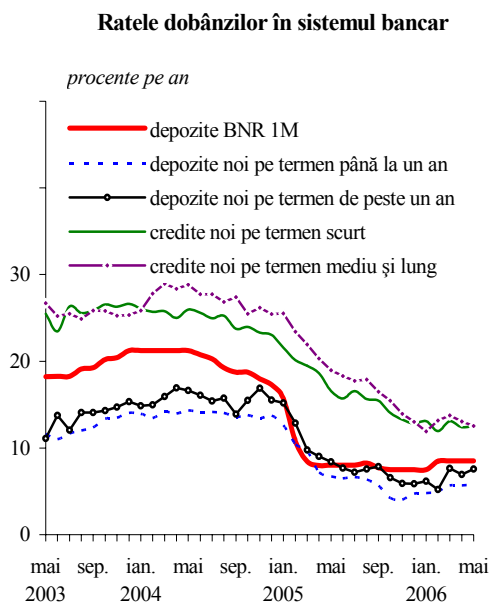
Rata dobânzii la depozitele atrase de BNR și ratele BUBOR



Rate forward implicite



³² O posibilă explicație o constituie faptul că o parte a instituțiilor de credit respective nu au dispus de un volum suficient de active acceptate drept colateral.



general al Trezoreriei iar, în plus, volumul titlurilor de stat scadente a fost unul modic (aproximativ 60 milioane RON).

Evoluția ratelor dobânzilor practicate de bănci pentru creditele și depozitele noi aparținând clienților nebancari a continuat să fie caracterizată de tendințe divergente, aceste variabile preluând relativ lent impulsul dat de creșterea ratelor dobânzilor BNR. Astfel, în perioada aprilie-mai, rata medie a dobânzii aferente împrumuturilor noi a continuat să scadă, însă mai lent comparativ cu primul trimestru. Această evoluție a reflectat, pe de o parte, cantonarea ratei medii a dobânzilor practicate în cazul împrumuturilor acordate persoanelor fizice la nivelul consemnat în trimestrul anterior, în condițiile în care ratele de dobândă specifice principalelor scadențe (pe termen mediu și respectiv pe termen lung) au consemnat mișcări de sensuri opuse (scădere, respectiv creștere). Pe de altă parte, costurile cu dobânda bancară ale agenților economici au continuat să scadă, dar ajustarea descendentă a fost de proporții mai reduse comparativ cu primele trei luni ale anului. În schimb, randamentul mediu aferent depozitelor noi la termen constituite în perioada aprilie-mai l-a devansat pe cel din trimestrul I, cu toate că din perspectiva evoluțiilor la nivel lunar, atât ratele medii oferite pentru depozitele agenților economici, cât și cele aferente plasamentelor persoanelor fizice au continuat să manifeste fluctuații în ambele sensuri.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Turbulența provocată pe piețele emergente ale Europei Centrale și de Est de schimbarea de atitudine a investitorilor financiari a afectat și comportamentul cursului de schimb al leului în raport cu euro, acesta inversându-și la mijlocul trimestrului II sensul de evoluție. Efectul acestei schimbări a fost resimțit de moneda națională cu o relativă întârziere și cu o forță relativ mai redusă³³, inclusiv datorită volumul relativ mai scăzut al intrărilor de capital pe termen scurt consemnat pe piața financiară internă.

Astfel, după ce în prima parte a trimestrului a continuat să scadă³⁴, raportul leu/euro a reintrat în luna mai pe un trend ascendent care s-a accentuat în iunie, aprecierea monedei naționale în raport cu euro restrângându-se la 3,1 la sută comparativ cu decembrie 2005 (5,9 la sută în termeni reali); în schimb, față de dolar, leul s-a întărit cu 10,1 la sută (13,0 la sută

³³ În intervalul mai-iunie, zlotul polonez s-a depreciat în termeni nominali față de moneda de referință cu 2,6 la sută, forintul maghiar cu 2,2 la sută, coroana slovacă cu 1,8 la sută, iar leul cu 1,6 la sută.

³⁴ În luna aprilie, valoarea medie a raportului leu/euro a atins cel mai scăzut nivel de după decembrie 2002.

în termeni reali) în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut sensibil în raport cu euro. Ca variație anuală medie la nivelul trimestrului, leul a continuat să își reducă aprecierea față de euro (3,0 la sută în termeni nominali și 10,4 la sută în termeni reali), dar să și-o consolideze pe cea față de dolar (2,8 la sută în termeni nominali și 10,1 la sută în termeni reali).

Prelungirea în aprilie a trendului de apreciere a monedei naționale în raport cu euro s-a datorat, în principal, interesului crescut – încă din a doua jumătate a lunii martie – al investitorilor financiari pentru efectuarea de plasamente pe piața monetară autohtonă. Astfel, pe fondul creșterii ușoare a randamentelor pieței monetare, precum și al infirmării așteptărilor operatorilor privind majorarea în această perioadă a ratelor dobânzilor principalelor bănci centrale, un volum tot mai mare de capital volatil s-a orientat spre piața financiară locală. Impactul acestor intrări asupra monedei naționale a fost însă atenuat de: (i) majorarea substanțială a deficitului contului curent comparativ cu luna anterioară³⁵ (în principal pe seama creșterii sezoniere a deficitului balanței comerciale și a scăderii ritmului de creștere a transferurilor curente), (ii) diminuarea relativă a gradului de acoperire a acestuia prin investiții directe și de portofoliu³⁶, precum și de (iii) reducerea ritmului de creștere a împrumuturilor financiare pe termen lung ale sectorului bancar și corporatist. În aceste condiții, leul a consemnat o temperare a aprecierii nominale în raport cu euro comparativ cu lunile precedente (0,5 la sută).

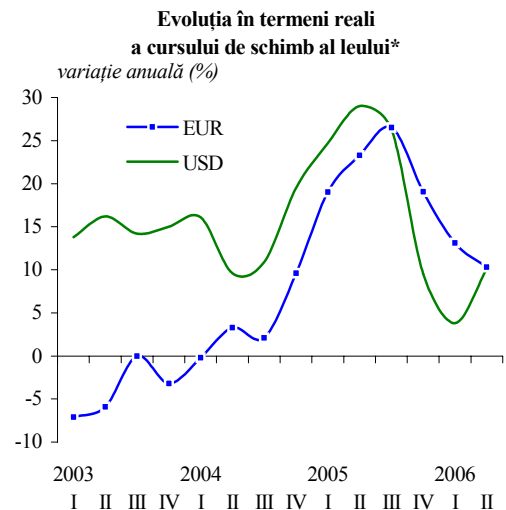
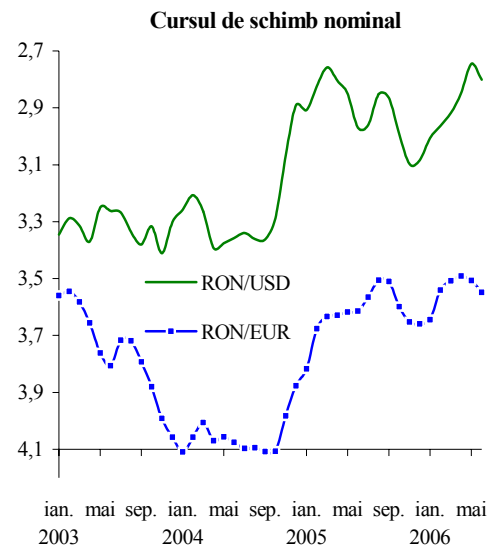
Traietoria cursului de schimb leu/euro s-a inversat însă la mijlocul lunii mai, iar volatilitatea acestui raport s-a amplificat, atingând pe ansamblul lunii maximum ultimelor zece luni. La originea acestor evoluții a stat schimbarea percepției investitorilor financiari *vis-a-vis* de riscul asociat plasamentelor pe piețele emergente din Europa Centrală și de Est și, implicit, pe piața românească; schimbarea a survenit într-un context marcat de deteriorarea mai mult sau mai puțin extinsă a fundamentelor economice și a perspectivelor politice ale acestor economii, dar mai ales de apariția și creșterea atractivității unor alternative de investiții pe alte piețe.³⁷ Pe fondul reorientării generalizate a investitorilor către active financiare cu grad mai redus de risc³⁸, pe piața financiară locală au început să se înregistreze, începând cu a doua decadă a lunii, ieșiri nete importante de devize; în

³⁵ În luna aprilie, deficitul contului curent s-a majorat cu 69 la sută față de luna anterioară.

³⁶ Investițiile directe și de portofoliu au acoperit deficitul contului curent în proporție de 99 la sută (122 la sută în luna martie).

³⁷ În data de 10 mai FED a majorat rata dobânzii la 5 la sută.

³⁸ Începând cu data de 12 mai toate monedele din țările CE4 (Cehia, Polonia, Slovacia, Ungaria) au consemnat deprecieri nominale, cele mai ample fiind înregistrate de zlotul polonez și de forintul maghiar.



*) apreciere (+), depreciere (-); deflatat cu IPC

Sursa: INS, BNR

aceste condiții, raportul leu/euro a consemnat pe data de 15 mai o creștere abruptă (1,6 la sută). Ulterior acestei corecții, presiunile în direcția deprecierei monedei naționale s-au diminuat, la aceasta contribuind și temperarea ritmului de creștere a deficitului balanței comerciale, precum și menținerea dinamicii înalte a influxurilor de investiții directe și împrumuturi financiare. Cu toate acestea, ca medie lunară, raportul mediu leu/euro a consemnat în luna mai prima creștere în termeni nominali din acest an.

Producerea de noi majorări ale ratelor dobânzilor pe piețele financiare externe³⁹ în luna iunie, întărirea semnalelor privind continuarea întăririi politicii monetare în zona euro și SUA, dar și creșterea scepticismului asupra capacității autorităților din unele țări din regiune de a adopta măsurile necesare pentru corectarea dezechilibrelor macroeconomice au dat un nou impuls procesului de restrângere a expunerilor investitorilor financiari față de aceste economii⁴⁰, amplificând volatilitatea piețelor financiare respective. Procesul s-a propagat cu relativă întârziere asupra evoluției cursului de schimb al monedei naționale, reluarea ieșirilor nete de capital de pe piața valutară internă – începând cu data de 21 iunie – imprimând monedei naționale o depreciere abruptă⁴¹. Cu toate că această tendință s-a inversat la finele perioadei – pe fondul relativei temperări a volatilității de pe piețele financiare din regiune, dar și al majorării de către BNR a ratei dobânzii de politică monetară –, pe ansamblul lunii iunie leul a consemnat o slăbire accentuată față de euro (-1,2 la sută în termeni nominali).

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2005 5 luni	2006 5 luni
Contul financiar	1 660	3 092
Investiții directe	1 547	2 859
rezidenți în străinătate	4	17
nerezidenți în România	1543	2842
Investiții de portofoliu	70	216
rezidenți în străinătate	54	110
nerezidenți în România	16	106
Alte investiții de capital din care:	2 039	1 957
pe termen mediu și lung	1 764	33
pe termen scurt	420	1 004
numerar și depozite pe termen scurt	-751	1 109

Pe termen scurt, este posibil ca traiectoria cursului de schimb al monedei naționale să continue să reflecte efectele temporare exercitate de potențialele reajustări de poziții ale investitorilor financiari pe piețele financiare din regiune. Totuși, este de așteptat ca amplitudinea acestui impact să fie relativ minoră, evoluția cursului de schimb urmând a fi influențată în mai mare măsură, pe de o parte, de ritmul susținut de creștere a investițiilor directe și de majorarea sezonieră a ofertei de devalute provenite din remiterile din străinătate și din veniturile din turism și, pe de altă parte, de posibila adâncire a deficitului balanței comerciale. Impactul unora dintre acești factori s-a făcut deja simțit în luna iulie, moneda națională temperându-și aprecierea nominală în raport cu euro.

³⁹ BCE și FED au majorat ratele dobânzilor în data de 8, respectiv 29 iunie.

⁴⁰ În luna iunie, forintul maghiar s-a depreciat față de luna anterioară cu 3,3 la sută, zlotul polonez cu 3,1 la sută, coroana slovacă cu 1,3 la sută și coroana cehă cu 0,4 la sută. Cea mai amplă depreciere a consemnat-o însă lira turcească (8,8 la sută).

⁴¹ În data de 26 iunie, cursul de schimb RON/EUR a atins cel mai ridicat nivel din 20 ianuarie.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

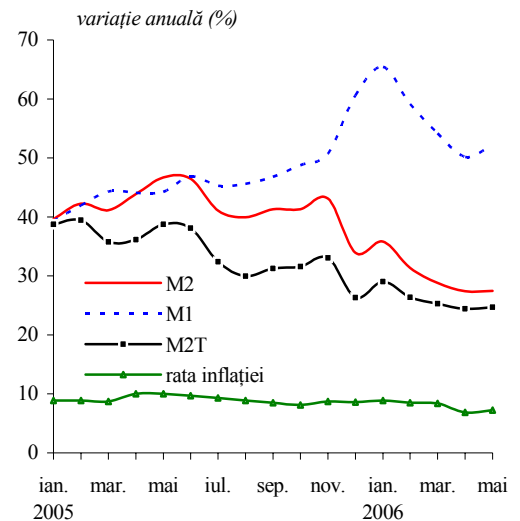
În perioada martie-mai 2006, dinamica masei monetare⁴² (M2) și-a stopat scăderea (datorată, în principal, unui efect de bază), stabilizându-se la un nivel inferior mediei anului anterior, dar relativ înalt din perspectivă istorică (19,0 la sută, ca medie a perioadei). Evoluția acestui agregat monetar a reflectat, pe de o parte, tendința de intensificare a activității economice din primele luni ale anului și, pe de altă parte, accentuarea caracterului anemic al economisirii financiare sub forma depozitelor bancare la termen deținute de sectorul nebanca. Din perspectiva contrapartidei M2, unicul factor expansionist l-a constituit în continuare creditul neguvernamental. Acțiunii acestuia i s-a opus creșterea mai amplă comparativ cu perioada precedentă a valorii negative a creditului guvernamental net (ca efect al creșterii austerității politicii bugetare) și a indicatorului „alte active interne nete” (datorită amplificării depozitelor în lei deținute de nerezidenți⁴³). La rândul ei, contrapartida externă a masei monetare a continuat să frâneze dinamica M2, creșterea sa anuală reducându-se substanțial, în pofida sporirii volumului activelor externe alimentat de capitalul speculativ.

Principalele componente ale M2 – din perspectiva structurii pe monede, pe categorii de active financiare și respectiv pe deținători – s-au caracterizat în această perioadă prin comportamente cvasisimilare celui al masei monetare în sens larg.

Astfel, ritmul de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1) s-a plasat în primele două luni ale intervalului pe o traiectorie descendentă, reflectând probabil atât o tendință de normalizare a evoluției acestuia, cât și ușorul trend descendent al dinamicii anuale a cifrei de afaceri a întreprinderilor din sectorul comerț și servicii. În luna mai, creșterea M1 s-a accelerat din nou, o posibilă explicație a acestei evoluții constituind-o dinamizarea vânzărilor de bunuri și servicii și implicit creșterea cererii de bani destinate acestor tranzacții. Dinamica celui mai lichid agregat monetar a continuat însă să o devanseze de peste trei ori pe cea a cvasibanilor, astfel încât ponderea M1 în M2 a rămas foarte înaltă (27,9 la sută, cea mai mare valoare medie din ultimii șapte ani și jumătate).

Evoluții relativ simetrice au fost consemnate și de componentele structurii pe deținătorii masei monetare. Astfel, viteza

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

Structura masei monetare (M2)

	procente					
	2005			2006		
	II	III	IV	I	apr.	mai
M1	24,2	26,2	26,9	27,4	27,9	28,4
Numerar în circulație	12,6	13,0	12,8	13,0	14,2	13,7
Depozite în lei	53,7	54,8	55,6	56,6	55,7	56,6
Depozite în valută	33,7	32,1	31,6	30,4	30,1	29,7

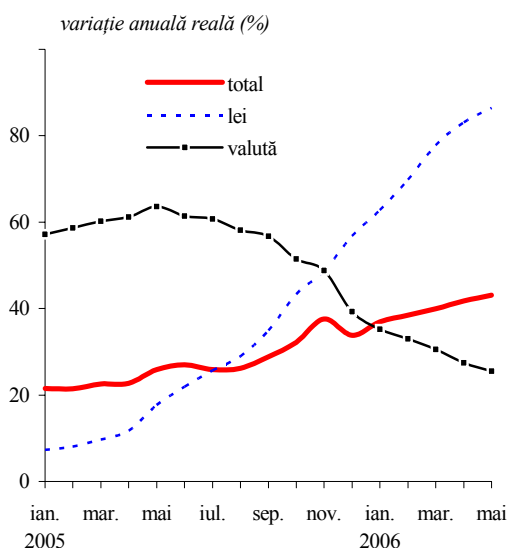
⁴² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere aferente perioadei martie-mai 2006, exprimate în termeni reali.

⁴³ Pasivele externe în lei sunt încadrate, din punct de vedere statistic, la poziția bilanțieră „alte active interne nete”.

de creștere a plasamentelor bancare totale ale populației a fost ușor inferioară celei din perioada precedentă, în condițiile în care veniturile acestui segment și-au redus substanțial ritmul de creștere, iar ratele dobânzilor oferite pentru depozitele la termen s-au menținut pe palierul real negativ. Tendința nu a fost însă constantă pe parcursul perioadei analizate; astfel, după ce a atins în luna martie cel mai redus nivel din ultimele 6 luni, rata anuală de creștere a depozitelor totale ale populației s-a mărit succesiv în lunile următoare. Această creștere a fost inițial efectul unei majorări puternice a depozitelor în valută, pentru ca în luna mai ea să fie alimentată de o accelerare a creșterii economiilor în lei ale persoanelor fizice (după 14 luni de reducere aproape neîntreruptă, soldate cu înregistrarea în lunile martie și aprilie a valorilor minime ale ultimilor doi ani).

Și dinamica depozitelor agenților economici a continuat să scadă – dar mai lent comparativ cu perioada anterioară –, posibili determinanți ai acestei evoluții fiind creșterea importurilor, inclusiv a celor pentru investiții și acordarea primelor de sărbători. Reducerea ritmului de creștere s-a produs atât la nivelul depozitelor la termen în lei, cât și la cel al plasamentelor în devize, cele din urmă resimțind, în plus, efectul de bază imprimat în luna mai a anului trecut de decontarea unor sume aferente privatizării unor societăți comerciale⁴⁴. Ca o consecință, dinamica depozitelor totale în valută a înregistrat o scădere relativ mai accelerată, ponderea acestor depozite în M2 coborând astfel până la cel mai mic nivel mediu din ultimii șapte ani și jumătate (30,0 la sută).

Creditul neguvernamental pe monede



Creditul neguvernamental

În perioada martie-mai 2006, creditul neguvernamental și-a consolidat poziția de principal determinant al creației monetare, înregistrând consecvent maxime ale ritmurilor de creștere⁴⁵ din ultimii doi ani (41,6 la sută, ca medie a perioadei). Această ascensiune a reflectat majorarea fără precedent a dinamicii componente în lei, care și-a doborât consecutiv propriile recorduri. Accelerarea creșterii creditului în lei a fost, într-o anumită măsură, compensată de încetinirea majorării creditului în valută, care, sub impactul măsurilor restrictive adoptate anul trecut de BNR privind creditarea în devize, și-a diminuat ritmul până la minimum ultimelor 22 de luni. Astfel, pentru prima dată în decursul ultimilor nouă ani, creditele în valută au ajuns să

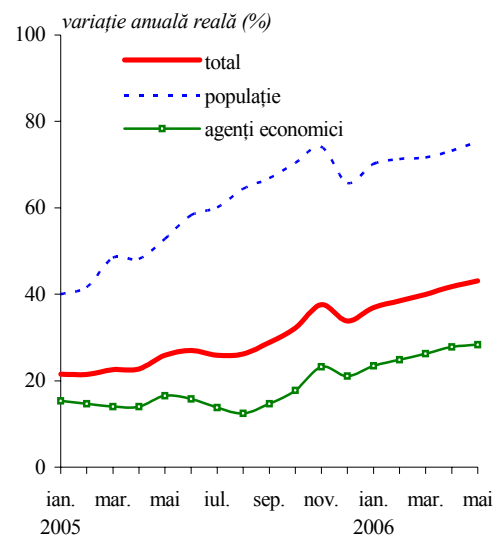
⁴⁴ Din privatizarea societății Distrigaz Sud s-au obținut în luna mai 2005, conform comunicatului de presă al Ministerului Economiei și Comerțului, 310,4 milioane euro, din care 183 milioane euro au reprezentat majorare de capital.

⁴⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere aferente perioadei martie-mai 2006, exprimate în termeni reali.

reprezintă mai puțin de jumătate din totalul creditelor neguvernamentale (48,7 la sută, ca medie a perioadei). Oferta de credite neguvernamentale a fost stimulată îndeosebi de intensificarea concurenței din sistemul bancar, de ameliorarea continuă a percepției băncilor asupra situației financiare a clienților și de scăderea riscului de selecție adversă. În aceste condiții, în pofida costurilor suplimentare care le-au fost impuse prin majorarea ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută⁴⁶, băncile au continuat să atragă resurse consistente de pe piețele externe, în vederea acordării de credite în valută. La rândul ei, cererea de credite a fost stimulată de declinul ratelor dobânzilor active și de așteptările favorabile privind veniturile viitoare ale populației și ale companiilor.

Creșterea alertă a creditului neguvernamental s-a datorat accelerării dinamicii împrumuturilor ambelor categorii de beneficiari (populație și agenți economici). Astfel, dinamica creditelor populației a atins în luna mai valoarea maximă a ultimului an și jumătate, continuând să o surclaseze pe cea consemnată de dinamica creditelor acordate agenților economici. În aceste condiții, ponderea creditelor acordate persoanelor fizice în total credite a urmat un trend ascendent, atingând cea mai mare valoare de până acum (37,7 la sută, ca medie a perioadei). Structura pe maturități a împrumuturilor persoanelor fizice s-a modificat, cele pe termen lung depășind, în premieră, jumătate din soldul finanțării bancare a acestui segment. Această evoluție poate fi corelată cu nivelul relativ mai scăzut – deși în creștere – al ratelor dobânzilor practicate pentru această categorie de împrumuturi, precum și cu lărgirea ofertei de produse de creditare pe termen lung, ca reacție la restricțiile impuse de reglementările din anul precedent ale BNR privind creditarea populației. Și dinamica împrumuturilor bancare ale companiilor s-a menținut pe o traiectorie crescătoare, înregistrând valori record pentru ultimul an și jumătate. Cu toate că împrumuturile pe termen scurt au rămas predominante în finanțarea bancară a companiilor, creditarea pe termen lung a fost singura categorie care și-a majorat ponderea, reflectând o posibilă creștere a cererii de investiții.

**Creditul neguvernamental
pe tipuri de clienți**



⁴⁶ Rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută a crescut de la 35 la sută la 40 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 martie-23 aprilie 2006.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2006 la circa 6,1 la sută. Revizuirea în jos cu 0,7 puncte procentuale a proiecției din luna mai (6,8 la sută) se datorează în principal actualizării scenariilor privind influențe provenind cu precădere de la factori de natura ofertei. Aceste influențe sunt generate de un program de ajustări ale prețurilor administrate mai relaxat în prima parte a orizontului decât cel prevăzut în proiecția anterioară, de o inflație prognozată mai scăzută pentru grupa mărfurilor alimentare cu prețuri puternic volatile, precum și de un impact mai redus decât se anticipa anterior al introducerii „taxei pe viciu” asupra produselor din tutun și a celor din alcool rafinat. Pentru anul 2006, efectele favorabile ale acestor factori domină efectele de sens contrar ale evoluției recente a cursului monedei naționale și ale majorării programate a deficitului bugetar, care conduc la niveluri mai mari decât în proiecția anterioară ale inflației importate și excesului de cerere.

Efectele adverse propagate ale unui curs mai ridicat la mijlocul anului 2006 și ale relaxării fiscale substanțiale cu începere din trimestrul III se vor manifesta mai puternic dincolo de sfârșitul anului curent, amplificând semnificativ presiunile inflaționiste pentru anul 2007, comparativ cu proiecția anterioară. Ca urmare, pentru a permite coborârea inflației la sfârșitul anului 2007 cât mai aproape de nivelul țintei centrale de 4 la sută, proiecția curentă prevede o conduită mai austeră decât cea prevăzută anterior a politicii monetare, pe întreaga perioadă de prognoză.

Pe tot intervalul proiecției, scăderea inflației va fi susținută de reducerea continuă a excesului de cerere până la niveluri negative, sub impactul unor condiții monetare austere. Caracterul restrictiv al cursului de schimb și efectele deja prezente ale propagării impulsurilor transmise de politica monetară ratelor dobânzilor bancare se vor accentua în special din trimestrul IV 2006. O contribuție semnificativă la dezinflație este atribuită de proiecție readucerii anticipațiilor pe o traiectorie convergentă la ținta de inflație.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea proiectată sunt generate de incertitudini substanțiale referitoare la: conduita viitoare a politicilor salarială, de venituri și fiscală (riscurile putând fi semnificativ amplificate în eventualitatea organizării de alegeri anticipate), presiunii de încetinire a aprecierii reale a monedei naționale în cazul persistenței atitudinii mai rezervate a investitorilor străini

cu privire la plasamentele în instrumente emise și tranzacționate pe piața românească, calendarul și efectele directe și propagate ale ajustărilor de prețuri administrate și de impozite indirecte cu impact semnificativ la nivelul inflației, variația prețurilor internaționale ale țițeiului și gazelor naturale și modul de reflectare a acestora în prețurile combustibililor și energiei, șocuri ce pot afecta prețurile puternic volatile ale unor mărfuri alimentare.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației

Potrivit scenariului de bază al proiecției, inflația anuală a prețurilor de consum se va menține, în prima parte a orizontului de prognoză, în apropierea limitei superioare a intervalului de variație din jurul țintei centrale, plasându-se la sfârșitul anului 2006 la 6,1 la sută, cu 0,7 puncte procentuale sub valoarea din proiecția anterioară. Rata anuală proiectată a inflației IPC va intra în intervalul de variație începând cu trimestrul II 2007, atingând la sfârșitul anului viitor un nivel de aproximativ 4,4 la sută.

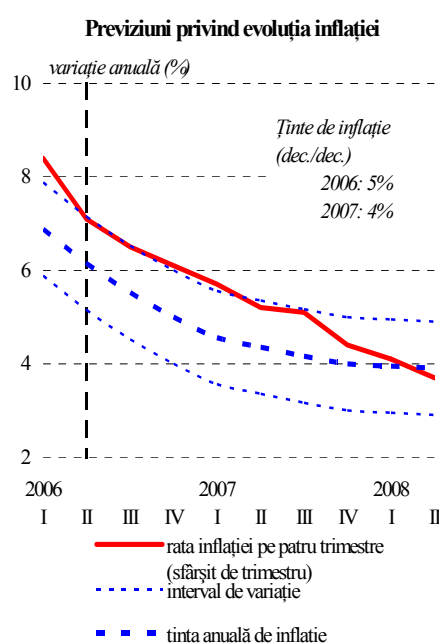
Rata anuală a inflației (sfârșitul perioadei)

Perioada	-%							
	T3 2006	T4 2006	T1 2007	T2 2007	T3 2007	T4 2007	T1 2008	T2 2008
Țintă		5,0				4,0		
Proiectată	6,5	6,1	5,7	5,2	5,1	4,4	4,1	3,7

Față de *Raportul asupra inflației* publicat în luna mai 2006, traiectoria prognozată pentru rata anuală a inflației reflectă:

- o inflație CORE2 inferioară pentru anul 2006, dar superioară pentru anul 2007;
- ajustări mai reduse ale prețurilor administrate presupuse pentru perioada 2006-2007 și prelungirea scenariului de ajustări până în 2008;
- un scenariu mai puțin pesimist privind evoluția prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (legume, fructe și ouă) în anul curent, ținând cont și de cele mai recente date publicate de INS.

Inflația CORE2 prognozată pentru sfârșitul anului 2006 este mai mică decât în proiecția anterioară datorită nivelului redus înregistrat în primele două trimestre ale anului, precum și reevaluării impactului modificării cotelor de impozitare la produsele din tutun. Pe ansamblul proiecției, rata inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 puncte procentuale.

CORE2 își va continua traiectoria descendentă, însă într-un ritm atenuat față de cel din proiecția anterioară, ca urmare a manifestării unor influențe mai puțin favorabile din partea excesului de cerere și a cursului de schimb.

Comparativ cu proiecția anterioară, se prevede o scădere mai lentă a deviației PIB pe întreaga perioadă, implicând o creștere economică relativ mai rapidă atât pentru anul 2006, cât și pentru anul 2007. Conform noului scenariu de bază, excesul de cerere este proiectat să fie eliminat în trimestrul II 2007, cu o întârziere de un trimestru față de proiecția precedentă. Cauzele acestei evoluții sunt politica fiscală mai laxă și aprecierea reală mai lentă a leului de pe parcursul anului 2006. Efectele acestora sunt anticipate a fi însă atenuate de nivelurile mai restrictive ale ratelor dobânzilor bancare, oglindind atât evoluția ratei dobânzii BNR, cât și impactul unor măsuri complementare, printre care și modificarea recentă a ratei RMO la pasivele în lei⁴⁷.

Rectificarea țintei de deficit programate pentru execuția curentă a bugetului general consolidat, de la un nivel de 0,9 la sută din PIB (inclus în proiecția anterioară) la unul de 2,5 la sută, este evaluată ca având un efect de amplificare a presiunilor inflaționiste din partea cererii. Dată fiind concentrarea probabilă a deficitului în ultima parte a anului, efectele sale expansioniste se vor face resimțite cel mai probabil și la începutul anului viitor.

Deprecierea recentă generalizată a monedelor naționale ale economiilor emergente sugerează reevaluarea riscului asociat plasamentelor realizate pe aceste piețe de către investitorii străini. Fluctuațiile recente ale leului par să se înscrie în același context, determinând plasarea cursului de schimb prognozat al monedei naționale pe o traiectorie de apreciere reală mai puțin pronunțată decât în proiecția anterioară. Pe termen scurt, aceasta se reflectă într-o presiune inflaționistă suplimentară exercitată de creșterea prețurilor de import. Pe ansamblul perioadei de prognoză, impactul cursului de schimb se anticipează a fi unul dezinflaționist, acționând atât prin intermediul inflației importate, cât și prin cel al deviației PIB, însă într-o măsură mai mică decât era prevăzut în proiecția precedentă.

Evoluția prețurilor administrate și a prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (denumite în continuare prețuri LFO) constituie factori care plasează proiecția inflației IPC peste cea a inflației CORE2 pe întreg intervalul prognozei. Atât în cazul prețurilor administrate, cât și în cel al prețurilor LFO, scenariile curente se situează însă sub cele din proiecția anterioară. Contribuția absolută a dinamicii celor două categorii de prețuri luate

⁴⁷ Cu scadența mai mică de doi ani.

împreună scade astfel de la 2,7 la 2,0 puncte procentuale în 2006 și, respectiv, de la 2,1 la 1,8 puncte procentuale în 2007.

Prețurile în lei ale combustibililor reflectă în primele două trimestre ale proiecției situația tensionată de pe piața petrolului și deprecierea față de sfârșitul trimestrului I a monedei naționale⁴⁸, exercitând astfel presiuni asupra ratei inflației IPC. Pe întreaga perioadă a proiecției, pe fondul unei presupuse stabilizări a prețului internațional al țițeiului, inflația aferentă grupei combustibililor ar urma să aibă o contribuție favorabilă la procesul de dezinflație.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

În mod asemănător proiecției din trimestrul anterior, dinamica prețurilor administrate este prevăzută a fi superioară celei a prețurilor libere. Față de proiecția anterioară însă, scenariul privind evoluția prețurilor administrate cuprinde revizuirii descendente ale creșterilor de prețuri administrate pe aproape întreg orizontul de prognoză.

Scenariul privind evoluția prețurilor administrate

Produs	-%								
	Gaze naturale			Energie termică			Energie electrică		
An	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Scenariul anterior	29,9	17,9	11,3	10,0	15,0	-	4,3	6,6	-
Scenariul curent	23,2	23,4	17,9	5,0	5,0	5,0	1,9	5,6	5,6

Astfel, creșterea procentuală anuală la grupa de prețuri administrate este prevăzută⁴⁹ să fie de 7,4 la sută (față de 9,1 la sută în proiecția anterioară) pentru anul 2006, de 7,1 la sută (comparativ cu 8,8 la sută) pentru 2007, respectiv de 6 la sută pentru 2008.

În cazul energiei electrice, ipotezele prevăzute de scenariul curent s-au bazat pe estimări de natură tehnică ale ANRE, care consideră că, în condițiile unui an hidrologic normal, o majorare anuală de 5-6 la sută este suficientă pentru acoperirea creșterilor înregistrate de costurile de producție și distribuție. Diferențele față de scenariul anterior rezultă din: (i) renunțarea la majorarea de preț avută inițial în vedere pentru luna iulie 2006; (ii) incertitudinea referitoare la comportamentul pieței de energie electrică ulterior liberalizării complete (din 2007).

⁴⁸ Relevantă prin prisma actualizării valorii în lei a accizelor asociate carburanților, pentru care cursul relevant este cel din ultima zi a trimestrului anterior.

⁴⁹ Calculată ca inflație medie în trimestrul IV 2006 față de trimestrul IV 2005 pentru anul 2006, respectiv în trimestrul IV 2007 față de trimestrul IV 2006 pentru anul viitor.

În ceea ce privește evoluția prețului gazelor naturale, deși nu se dispune de informații oficiale referitoare la acest subiect, scenariul prezent presupune finalizarea până la sfârșitul anului 2008 a procesului de aliniere a prețului intern la cel de import⁵⁰ (conform angajamentelor asumate față de Comisia Europeană în prima parte a anului curent, când a fost solicitată o prelungire de 2 ani a perioadei de aliniere). În aceste condiții, ajustările programate pentru anul 2006, dar nerealizate în acest an, au fost repartizate relativ egal în anii 2007 și 2008, astfel încât creșterea cumulată pentru întregul interval 2006-2008 să se mențină la nivelul stabilit inițial de autorități (79,3 la sută). Corecțiile suplimentare luate în calcul pentru următorii doi ani fac ca în scenariul actual creșterea prețului gazelor naturale să fie pe ansamblu cu 9 puncte procentuale mai mare decât în scenariul precedent.

În cazul energiei termice, doar informațiile referitoare la anul 2006 sunt certe (majorare de 5 la sută începând cu 1 august 2006, cu efect estimat la nivelul prețurilor de consum în lunile octombrie și noiembrie)⁵¹. În lipsa unor repere clare cu privire la dimensiunea ajustărilor prevăzute de scenariul curent pentru perioada 2007-2008, au fost luate în calcul corecții pozitive similare celor din 2006.

La fel ca în proiecția anterioară, prețul internațional al petrolului este considerat a se menține constant pe orizontul de prognoză la nivelul mediu din trimestrul II. Pe termen scurt, prețul în lei al combustibililor va fi afectat de deprecierea leului la sfârșitul trimestrului II față de sfârșitul trimestrului I (a se vedea nota de subsol 48) și de creșterea prețului țițeiului din ultima perioadă. Proiecția curentă mai încorporează și o creștere a prețului combustibililor în trimestrul I 2007 (de aproximativ 1 la sută), ca rezultat al majorării anticipate a accizei la benzina cu plumb⁵².

Pentru proiecția curentă, scenariul privind dinamica anuală a prețului legumelor, fructelor și ouălor (7,2 la sută în 2006 și 5,1 la sută în 2007) se situează sub nivelul celui din proiecția

⁵⁰ Nivelul avut în vedere de autorități la stabilirea scenariului inițial a fost de aproximativ 250 USD/1 000 mc.

⁵¹ Pentru anii 2007-2008, estimările sunt complicate de renunțarea la prețul național de referință începând cu iulie 2006 și trecerea responsabilității de stabilire a prețului energiei termice în sarcina autorităților locale. În aceste condiții, modificarea prețurilor locale de referință s-ar putea produce teoretic în orice moment al anului, însă autoritatea de reglementare în domeniu estimează că și în următorii doi ani va persista comportamentul actual (modificare a prețului o singură dată pe an).

⁵² Având în vedere ponderea redusă a acestei categorii de carburanți în cadrul consumului întregii grupe, creșterea trimestrială a accizei are un efect nesemnificativ asupra inflației prețului agregat al combustibililor. În termeni de inflație anuală, efectul acestei creșteri asupra inflației combustibililor este de aproximativ 0,2 puncte procentuale în trimestrul I 2007.

anterioară (12,6 la sută în 2006 și 5,6 la sută în 2007). În cazul legumelor și fructelor, scăderea ratei anuale proiectate a inflației pentru 2006 se datorează, în principal, reconsiderării impactului inundațiilor de anul trecut, acesta fiind estompat de creșterea ofertei ca urmare a obținerii unei noi recolte agricole; în cazul prețurilor la ouă, pe lângă reducerea de preț din trimestrul II, mai accentuată decât se anticipase, revizuirea descendentă a proiecției pe termen scurt se datorează și efectului negativ prelungit pe care epidemia de gripă aviară pare să-l fi exercitat asupra cererii pentru aceste produse.

Comparativ cu proiecția anterioară, a fost reconsiderat și impactul inflaționist al introducerii taxei pe viciu și al majorării accizelor asupra prețurilor la țigarete și tutun, ținând cont de următoarele aspecte:

- eșalonarea diferită de cea așteptată a creșterilor de prețuri de către producătorii de țigarete, inclusiv în trimestrul III. Această eșalonare s-a făcut pentru a nu confrunta consumatorii cu un șoc de preț prea mare;
- impactul mai redus decât cel anticipat al creșterilor de prețuri asupra indicelui de prețuri la țigarete și tutun. Majorările de prețuri înregistrate de Institutul Național de Statistică nu acoperă creșterile de taxe impuse asupra acestor categorii de produse. Aceasta se poate datora opțiunii producătorilor de a accepta o oarecare reducere a profitului pe produs pentru a menține volumul vânzărilor și cotele de piață. Alte cauze posibile ale acestei discrepanțe sunt existența unor stocuri de țigarete la distribuitori sau comercializarea unor țigarete importate fără formalități vamale legale.

Ca urmare, impactul modificărilor legislației fiscale asupra prețurilor la țigarete și tutun este mai redus în 2006 cu 3,6 puncte procentuale față de proiecția anterioară. Contribuția prognozată a acestor modificări la indicele anual al prețurilor de consum pentru sfârșitul anului 2006 a fost în consecință revizuită în sens descendent cu aproximativ 0,2 puncte procentuale față de precedentă proiecție (de la aproximativ 1,1 la circa 0,9 puncte procentuale).

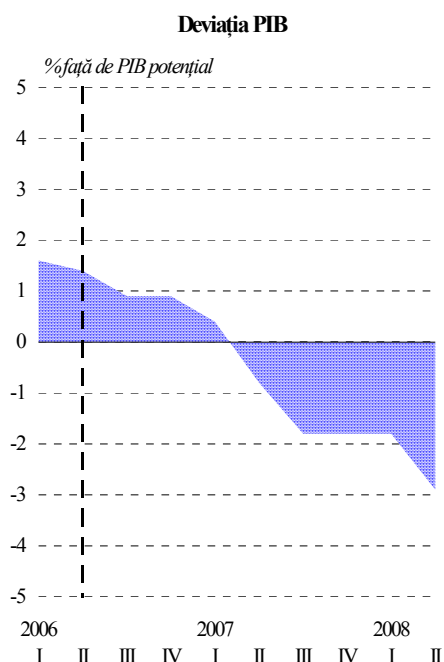
Pentru anul 2007, majorările de accize preconizate în mod obișnuit pentru luna iulie nu au fost încă anunțate. Ținând cont de angajamentul autorităților române de a atinge nivelul de accize din Uniunea Europeană (64 de euro/1 000 de țigarete) până la sfârșitul anului 2010, proiecția curentă presupune pentru luna iulie 2007 o creștere de prețuri la tutun și țigarete de

aproximativ 12,5 la sută, corespunzând atingerii unui nivel al accizei totale de 35,3 de euro/1 000 de țigarete⁵³.

Față de raportul anterior, proiecția curentă pornește de la date revizuite privind rata inflației în Uniunea Monetară Europeană. Astfel, *Consensus Forecasts* au revizuit așteptările inflaționiste pentru ultimele două trimestre ale anului 2006 și pentru primul trimestru al anului 2007 cu 0,3-0,4 puncte procentuale în plus, în paralel cu prognozarea unei creșteri economice mai importante pentru zona euro. *Caeteris paribus*, efectul așteptat asupra proiecției este unul de creștere a prețurilor de import.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă



Prognoza PIB real pentru trimestrul II 2006 sugerează o ușoară reducere a dinamicii acestuia comparativ cu trimestrul anterior. Persistența deviației pozitive a PIB față de nivelul său potențial implică menținerea presiunilor inflaționiste pe termen scurt provenind din partea cererii agregate. Ca urmare a înregistrării în primul trimestru 2006 a unei rate de creștere a PIB net superioare celei prognozate, reducerea deviației pozitive față de trend anticipate în raportul anterior asupra inflației nu s-a concretizat.

Datorită perioadei de timp necesare transmiterii impulsurilor politicii monetare, excesul de cerere din trimestrul II reflectă în principal efectul cumulat al nivelului cursului de schimb și al ratelor dobânzilor băncilor comerciale la depozite și la credite din trimestrele precedente. În perioadele anterioare, ratele dobânzilor bancare la depozite și la credite au transmis asupra excesului de cerere din prezent efectul stimulat al ratei dobânzii de politică monetară. Acesta a fost contrabalansat de aprecierea reală a monedei naționale, care a exercitat un efect restrictiv prin intermediul canalului exportului net, precum și de măsurile administrative și prudențiale ale politicii monetare (în special majorarea ratei RMO la pasivele în lei și valută).

Din perspectiva componentelor PIB, se estimează menținerea consumului final din perioada curentă la valori ridicate în raport cu tendința medie de evoluție din ultimii ani. Nivelul înalt al consumului final reflectă în principal creșterea puternică a consumului final al populației din ultimele trimestre, evoluție susținută inclusiv de condițiile existente pe piața muncii. Astfel, atât numărul salariaților din economie, cât și salariul net real

⁵³ Corespunzătoare unei accize unitare de 20,8 euro/1 000 de țigarete și unei accize specifice de 27 la sută. Nivelurile actuale (pentru luna iulie 2006) sunt de 16,28 euro/1 000 de țigarete și respectiv 29 la sută.

mediu se situează peste tendința manifestată pe termen mediu, cu efect pozitiv asupra veniturilor disponibile ale populației. În același timp, atât creșterea rapidă a creditului neguvernamental pe termen scurt și mediu destinat populației în primele șase luni ale anului, cât și evoluția agregatului monetar M1 real, care dă o măsură a intensității tranzacțiilor, confirmă supoziția alimentării excesului de cerere de către consumul final al populației. Pe de altă parte, soldul bugetului general consolidat indică un excedent bugetar de 1,12 la sută din PIB pe primele 6 luni ale anului în curs, ceea ce acționează în sensul comprimării cererii agregate.

Pentru trimestrul II se estimează reluarea creșterii formării brute de capital fix, determinând un nivel al acesteia compatibil cu tendința medie de evoluție din ultimii ani. Condițiile favorabile de creditare pentru agenții economici, precum și reducerea costului unitar cu forța de muncă sugerează menținerea unui potențial ridicat de creștere a investițiilor în perioadele următoare.

Importurile continuă să se plaseze la niveluri înalte, susținute de condițiile existente pe piața muncii și de majorarea rapidă a creditului neguvernamental. În același timp, se estimează pentru trimestrul II o intensificare a ritmului de creștere a exporturilor, care în prezent se află la niveluri scăzute în raport cu tendința observată pe termen mediu. Perspectiva pozitivă în ceea ce privește exporturile este de asemenea susținută de reducerea costului unitar cu forța de muncă. Pe ansamblu, dinamica pe 12 luni a exporturilor este încă inferioară celei a importurilor, astfel încât exportul net continuă să acționeze în sensul reducerii excesului de cerere.

1.3.2. Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului leului și ale ratelor dobânzilor asupra activității economice

În cea mai mare parte a trimestrului II 2006, moneda națională a continuat aprecierea reîncepută în trimestrul anterior. Deprecierea înregistrată în ultima parte a lunii iunie ca urmare a scăderii interesului investitorilor străini față de țările emergente a avut loc prea târziu pentru a afecta semnificativ evoluția medie în trimestrul II. În plus, deși rapidă și cu o amplitudine ridicată, deprecierea s-a oprit și a fost parțial inversată după numai câteva zile.

Aprecierea înregistrată pe parcursul trimestrului a dus la întărirea efectului restrictiv manifestat de cursul real prin canalul exportului net. Astfel, având în vedere timpul necesar pentru a-și produce efectul asupra economiei reale, cursul real acționează în sensul reducerii excesului de cerere din trimestrele

următoare, contribuind astfel indirect la comprimarea presiunilor inflaționiste din partea cererii. Pe de altă parte, prin efectele de avuție și de bilanț⁵⁴, impactul cursului de schimb a fost stimulat în trimestrul II, compensând parțial efectul restrictiv transmis prin celălalt canal. Astfel, aprecierea monedei naționale a condus la reducerea costului în lei al creditelor în valută, acționând prin acest canal în sensul stimulării cererii agregate. Totuși, efectul cumulat al măsurilor adoptate de BNR pentru a restrânge dinamica creditelor în valută (nivelul ridicat al ratei rezervelor minime obligatorii la pasivele în valută și limitarea expunerii maxime din credite în valută) scade semnificația acestui canal de transmisie a impactului cursului de schimb. Astfel, efectul net al cursului de schimb a fost restrictiv pentru activitatea economică în trimestrul II 2006. Totodată, aprecierea nominală a monedei naționale a acționat prin intermediul prețurilor de import în sensul reducerii presiunilor inflaționiste pe termen scurt.

Se consideră că ritmul de apreciere sustenabilă a cursului real continuă să se reducă față de nivelurile ridicate înregistrate pe parcursul anului anterior, apropiindu-se de valorile determinate de factorii fundamentali pe termen mediu (diferențialul de productivitate față de principalii parteneri externi, intrările de capital pe termen mediu și lung). Reducerea ritmului sustenabil de apreciere se datorează disipării efectului evenimentelor cu impact puternic asupra cursului de schimb produse la sfârșitul anului 2004 și începutul anului 2005 (liberalizarea accesului nerezidenților la depozite în lei, modificarea politicii BNR de intervenție pe piața valutară).

În trimestrul II BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,5 la sută⁵⁵ și a majorat semnificativ volumul sterilizării, efectul fiind de întărire, în raport cu trimestrul anterior, a politicii monetare. Ca urmare a acestor măsuri, a continuat restrângerea caracterului stimulat exercitat de rata dobânzii de politică monetară asupra excesului de cerere din trimestrele viitoare.

Rata dobânzii de politică monetară a BNR își produce efectul asupra economiei reale doar indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor băncilor comerciale oferite la depozite, respectiv percepute la credite. Acest efect indirect se transmite cu întârziere datorită intervalului de timp necesar pentru ajustarea ratelor dobânzilor bancare la schimbările intervenite în politica

⁵⁴ Vezi Casetă explicativă privind efectul de avuție și de bilanț din *Raportul asupra inflației nr. 2/2005*.

⁵⁵ Deciziile CA al BNR din 27 iunie 2006 de a majora rata dobânzii de politică monetară la 8,75 la sută și de a mări rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei cu scadență mai mică de doi ani își produc efectele începând din trimestrul III.

BNR (poziția de debitor net a băncii centrale față de sistemul bancar, alături de alți factori, joacă un rol important în aceste întârzieri în transmisie). Astfel, rata nominală a dobânzii la depozite s-a majorat, în timp ce rata dobânzii la credite a continuat să se reducă ușor în trimestrul II, reflectând atât viteza sa mai redusă de ajustare la scăderea ratei dobânzii BNR din trimestrele anterioare, cât și intensificarea concurenței de pe piața bancară. Pe ansamblu, ratele dobânzilor practicate de băncile comerciale și-au redus și în acest trimestru caracterul stimulativ asupra economiei reale. Totuși, acestea au continuat să transmită asupra excesului de cerere și inflației un efect restrictiv mai diluat decât cel implicat de rata dobânzii BNR.

Ca urmare a influențelor combinate ale factorilor analizați, pe parcursul trimestrului II s-a intensificat efectul cumulat restrictiv al aprecierii monedei naționale și al ratelor reale ale dobânzilor asupra excesului de cerere din trimestrele următoare.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Proiecția aferentă scenariului de bază prevede un declin mai lent și de o amplitudine mai redusă al excesului de cerere față de scenariul aferent *Raportului asupra inflației* din luna mai. Diferența de traiectorie se datorează în principal unui curs mai ridicat în termeni reali al monedei naționale, precum și unei politici fiscale mai stimulative, ambii factori fiind priviți în termeni relativi față de proiecția anterioară. Astfel, nivelul mai înalt al cursului EUR din perioada curentă, cu efecte mai puțin restrictive asupra exporturilor nete, și revizuirea de la 0,9 la sută la 2,5 la sută din PIB a deficitului bugetar programat pentru acest an, cu efecte de sporire a cererii guvernamentale, implică decalarea cu un trimestru a perioadei în care se anticipează ca deviația PIB să treacă pragul către zona de deficit de cerere agregată, respectiv din trimestrul I 2007 în trimestrul II 2007. Profilul deviației PIB pe orizontul proiecției se anticipează totuși a fi unul descendent, corespunzător sporirii restrictivității condițiilor monetare reale prin creșterea caracterului restrictiv al dobânzilor bancare, respectiv prin reluarea și relativa accelerare a procesului de apreciere reală a leului.

Deprecierea conjuncturală a monedei naționale din perioada mai-iunie, desfășurată inițial pe fondul unor ieșiri nete de fonduri ale nerezidenților, nu poate fi explicată în întregime printr-o modificare a diferențialului de dobânzi pentru active pe termen scurt în lei comparativ cu instrumente similare denominate în EUR sau USD⁵⁶. Din acest motiv, mișcarea

⁵⁶ Deși diferențialul dintre rata dobânzii BNR și rata dobânzii EURIBOR (LIBOR) pe 3 luni a scăzut de la 5,9 (3,7) puncte procentuale, media lunii februarie, la 5,6 (3,3) puncte procentuale în luna iunie 2006, leul a înregistrat în același interval o depreciere mai accentuată, de circa 2,5 la sută (cursuri de sfârșit de perioadă), față de principala sa monedă de referință (euro).

ascendentă a cursului nominal de schimb EUR/RON a fost asociată unei majorări generalizate a primei de risc valutar⁵⁷, explicabilă prin reevaluarea de către investitorii internaționali a riscului privind plasamentele pe majoritatea piețelor emergente. În scenariul de bază al proiecției se presupune că prima de risc va reveni la nivelul estimat pentru trimestrul II 2006, însă abia către limita orizontului de prognoză, adică după 8 trimestre. În aceste condiții, proiecția prevede, cel puțin pentru prima parte a orizontului vizat, o traiectorie mai atenuată de apreciere reală a leului comparativ cu cea prognozată anterior, ceea ce presupune și un efect anticipat relativ mai puțin restrictiv al cursului real asupra excesului de cerere. Totuși, în configurația scenariului de bază, aprecierea reală a leului va continua să reprezinte un ingredient important al *mix*-ului restrictiv de condiții monetare reale, menit a imprima procesului de reducere a deviației PIB un ritm compatibil cu cel al dezinflației programate.

Se anticipează că ratele dobânzilor bancare vor contribui la rândul lor la transmiterea efectelor *mix*-ului restrictiv de măsuri de politică monetară din perioada de prognoză. Datorită excesului de lichiditate din sistemul bancar, se presupune că modificarea recentă a ratei RMO la pasivele în lei va acționa cu precădere prin intermediul dobânzilor bancare. Percepută ca o creștere de costuri de intermediere, majorarea RMO ar urma să creeze stimulente pentru mișcări compensatorii ale dobânzilor plătite la depozite și respectiv ale celor percepute la credite. În cazul celor dintâi, se anticipează că reducerea ratei dobânzii considerată optimă în condițiile majorării RMO va fi compensată de impactul creșterii ratei dobânzii BNR de la 8,5 la sută la 8,75 la sută, în timp ce pe termen scurt rata dobânzii la depozite va resimți efectele distribuției neuniforme a excesului de lichiditate asupra ratelor dobânzilor interbancare. În ceea ce privește creditele acordate de bănci, ambele măsuri BNR înclină pe termen scurt spre o majorare a ratei dobânzii și/sau a altor venituri bancare asociate acestora. La nivelul întregii perioade a proiecției, sub impactul evoluției prognozate a ratei dobânzii BNR, ratele reale ale ambelor tipuri de dobândă bancară sunt prevăzute a atinge niveluri considerate drept restrictive din punctul de vedere al efectului exercitat asupra dinamicii deviației PIB.

În proiecția curentă, evaluarea impactului politicii fiscale asupra cererii agregate pornește de la repere diferite față de proiecția anterioară, ca urmare a majorării țintei de deficit fiscal la 2,5 la sută din PIB prin cea mai recentă rectificare bugetară aferentă anului 2006, precum și a preconizatei plasări a țintei de deficit pentru 2007 peste nivelul de 1 la sută menționat în *Programul*

⁵⁷ Prima de risc valutar (*currency risk premium*) este definită aici ca diferență între cursul de schimb înregistrat efectiv într-o anumită perioadă și nivelul acestuia dedus din condiția de paritate neoperită a ratelor dobânzilor.

Economic de Preadere – ediția 2005. Astfel, pentru anul curent, proiecția încorporează o politică fiscală mai laxă față de cea prefigurată în *Raportul asupra inflației* din luna mai. De asemenea, având în vedere concentrarea probabilă a unui deficit considerabil, de 2-3 la sută din PIB, în ultimele luni ale anului (conform experienței anilor precedenți), impactul acestuia asupra nivelului cererii agregate și implicit asupra inflației a fost eșalonat pe două perioade, fiind astfel parțial translatat în trimestrul I 2007. Efectul unei asemenea configurații a politicii fiscale îl reprezintă închiderea cu o întârziere de un trimestru a excesului de cerere prognozat. Pentru anul viitor, în lipsa unei ținte confirmate oficial, s-a adoptat ca ipoteză de lucru menținerea deficitului bugetului consolidat în parametri similari celor din anul curent, respectiv între 2 și 3 la sută din PIB. În aceste condiții, impactul din anul 2007 al politicii fiscale asupra deviației PIB s-ar păstra relativ neschimbat față de cel preconizat în proiecția precedentă.

Comparativ cu scenariul de bază al proiecției din raportul anterior, traiectoria superioară a deviației PIB implică un ritm mai accelerat al creșterii economice prognozate pe întreg orizontul vizat. Pentru anul 2006, revizuirea prognozei de creștere decurge și din actualizarea cu cele mai recente date publicate de INS pentru trimestrul I, care indică o creștere superioară celei anticipate pentru aceeași perioadă în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Conform proiecției, în anul 2007 dinamica PIB se va încetini relativ, în paralel cu trecerea la valori negative a deviației PIB în a doua parte a intervalului.

În ipoteza temperării graduale a ritmului activității economice, se anticipează că principala componentă din structura produsului intern brut – consumul final al gospodăriilor și administrației publice – va înregistra o dinamică ascendentă relativ atenuată. Un rol important ar urma să-l joace în acest sens încetinirea creșterii creditului neguvernamental, sub impactul măsurilor prudențiale adoptate de BNR și al condițiilor mai restrictive de dobândă și/sau alte costuri ale creditării⁵⁸, precum și revigorarea procesului de economisire pe fondul revenirii pe un palier real pozitiv a randamentelor aferente depozitelor la termen. Un factor de sens contrar l-ar putea constitui dinamica superioară a cheltuielilor guvernamentale, în ipoteza în care o pondere însemnată a sumelor alocate suplimentar cu ocazia rectificării s-ar îndrepta către consum.

În acest context, este de așteptat ca formarea brută de capital fix să înregistreze în continuare evoluția cea mai rapidă dintre componentele PIB, atât pe seama investițiilor derulate de com-

⁵⁸ În special sub forma diverselor tipuri de comisioane percepute de bănci cu ocazia acordării sau pe parcursul derulării creditelor.

paniile românești, impulsionate de perspectiva aderării la Uniunea Europeană, cât și datorită unei probabile amplificări a fluxurilor de investiții străine directe. Alți factori stimulativi sunt legați de direcționarea către investiții a unei părți din cheltuielile bugetare suplimentare, precum și de derularea unui număr mai mare de programe în cofinanțare cu Uniunea Europeană.

Evoluțiile cursului de schimb din ultima perioadă sunt anticipate să atenueze într-o anumită măsură dinamica din prima parte a anului a deficitului balanței comerciale, acționând în sensul unei relative stimulări a exporturilor și a unei relative descurajări a importurilor. O evoluție pozitivă a exporturilor este de așteptat în acest an și ca urmare a unei perspective mai favorabile privind importurile economiilor din zona euro, dinamica prognozată a acestora fiind revizuită în sens ascendent de *Consensus Forecasts* cu 1 punct procentual, iunie față de martie 2006. Pentru a doua parte a orizontului proiecției, atât caracterul mai restrictiv al cursului de schimb, cât și încetinirea preconizată a creșterii economice din zona euro creează premisele reînnoirii presiunilor asupra balanței comerciale.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Scenariul de bază este construit pornind de la o serie de premise care implică în mod inerent un anumit grad de incertitudine. Principalele elemente de incertitudine care generează riscuri semnificative pentru proiecția curentă provin din următoarele surse potențiale:

- posibilitatea amplificării dezechilibrului intern dintre cererea și oferta agregată, indusă de derapaje mai ample ale politicii fiscale, ce ar urma să primească un stimul suplimentar în eventualitatea organizării, la orizontul proiecției, de alegeri anticipate; o politică fiscală stimulativă ar exacerba presiunile la nivelul cererii interne, o parte a acesteia putând susține o creștere a importurilor într-un ritm mai rapid comparativ cu volumul exporturilor, contribuind astfel și la o accentuare a dezechilibrului extern;
- deteriorarea percepției investitorilor străini cu privire la rentabilitatea și riscul plasamentelor în instrumente emise și tranzacționate pe piețele emergente, precum și menținerea pe perioade mai îndelungate a unor astfel de evaluări (nefavorabile); un element focal al schimbării de percepție a investitorilor l-ar putea reprezenta dezechilibrul balanței de plăți, înrăutățirea acestuia în orizontul de prognoză putând genera în acest caz presiuni suplimentare de atenuare a aprecierii monedei naționale;

- incertitudinea cu privire la coordonatele scenariilor actuale privind ajustările prețurilor administrate și ale prețurilor LFO; la orizontul proiecției, reconsiderarea impactului acestor grupe de prețuri s-ar putea datora unor eșalonări diferite ale creșterilor de preț față de cele din scenariul de bază, precum și unei posibile aprecieri mai reduse a monedei naționale – în cazul prețurilor administrate –, respectiv al unor condiții meteorologice diferite de cele considerate normale – în ceea ce privește prețurile LFO;
- strâns legat de punctul anterior, există unele necunoscute în privința etapelor următoare în procesul de aliniere a impozitelor indirecte (îndeosebi în cazul accizelor percepute la tutun și țigarete și a celor la produsele energetice) la nivelurile prevăzute în acordurile cu Uniunea Europeană.

Reconfigurarea în mod repetat a coordonatelor politicii fiscale pune sub semnul incertitudinii reperele avute în vedere la definirea scenariului de bază; mai mult, creșterea în ultimele perioade a frecvenței rectificărilor bugetare ar impune tratarea cu precauție chiar și a unui scenariu asumat la nivel oficial referitor la configurația viitoare a politicii fiscale. Un element suplimentar de incertitudine pentru coordonatele scenariului de bază s-ar putea adăuga în situația ipotetică a organizării de alegeri anticipate în cadrul orizontului de proiecție. Materializarea unui asemenea risc ar putea să conducă, pe de o parte, la o creștere mai rapidă decât cea anticipată a volumului de cheltuieli comparativ cu veniturile bugetare iar pe de altă parte, la o modificare a structurii cheltuielilor angajate la nivel oficial, prin creșterea cheltuielilor curente în defavoarea acelor orientate către proiecte de investiții. În aceste condiții, o politică fiscală mai relaxată ar urma să creeze presiuni inflaționiste suplimentare, prin exacerbarea excesului de cerere comparativ cu nivelul acestuia proiectat în scenariul de bază. Inițierea de către banca centrală a unor măsuri de menținere a inflației în apropierea țintelor asumate de aceasta ar necesita o întărire suplimentară a politicii monetare comparativ cu scenariul de bază, respectiv implementarea unui set de condiții monetare reale având un caracter mai restrictiv.

Alte surse de alimentare a inflației prin intermediul unui exces de cerere superior sau printr-o posibilă decalare a eliminării acestuia, parțial menționate și în raportul asupra inflației anterior, cuprind:

- derapaje ale veniturilor distribuite de sectorul public (posibil mai accentuate în cazul organizării de alegeri anticipate);
- o dinamică superioară nesustenabilă a activității economice reale (în continuarea tendinței de accelerare din primele două trimestre ale anului curent);

- concurența acerbă pe piața bancară, ce ar putea determina continuarea ritmului alert de creștere a creditării, în pofida măsurilor restrictive ale BNR.

Un grad ridicat de incertitudine este asociat și primei de risc corespunzătoare plasamentelor în activele tranzacționate pe piețele din economiile emergente. Una din ipotezele alternative are în vedere o creștere a acestei prime peste un nivel considerat compatibil cu trendul ratei reale a dobânzii și trendul de apreciere reală a leului și eliminarea acestei marje de risc în cadrul unui orizont mai îndelungat de timp. Nivelurile superioare ale primei de risc ar presupune o apreciere reală mai puțin accentuată a monedei naționale față de scenariul de bază, cu consecințele corespunzătoare de amplificare a presiunilor inflaționiste, mai ales în a doua jumătate a intervalului de prognoză.

În sens contrar presiunilor de încetinire a ritmului aprecierii reale ar putea însă acționa factori precum:

- continuarea intrărilor de capitaluri sub forma investițiilor străine directe;
- posibilitatea diversificării structurii portofoliilor investitorilor străini, ca urmare a consumării în septembrie 2006 a ultimei etape de liberalizare a contului de capital;
- menținerea sau amplificarea transferurilor curente, sub forma remiterilor lucrătorilor români din străinătate etc.

Situația în care influența primei categorii de factori s-ar dovedi dominantă ar implica o creștere economică superioară celei din proiecția de bază, în condițiile, însă, ale unei traiectorii de dezinflație ceva mai puțin ambițioase.

Pornind de la experiența ultimelor cicluri de proiecție, magnitudinea și etapizarea ajustărilor prețurilor administrate, cu precădere a celor la energie, se constituie într-o sursă recurentă de incertitudine pentru scenariul de bază. În cazul gazelor naturale, o creștere efectivă de mai mică amploare a prețului acestora în luna iulie 2006 comparativ cu reperatele proiecției precedente, având drept posibile consecințe reeșalonări ale creșterilor de prețuri cu un profil temporal diferit de cel prevăzut în scenariul de bază, ar urma să determine efecte inflaționiste neanticipate pe latura ofertei, inducând un element de surpriză considerabil băncii centrale și reclamând un efort compensatoriu mai amplu din partea politicii monetare. O sursă suplimentară de incertitudine este legată de o posibilă creștere a prețului gazelor naturale pe piețele internaționale, plauzibilă dacă se are în vedere evoluția continuu ascendentă a acestuia din ultimii doi ani. Consecințe probabile ar putea fi, pe de o parte, o majorare a prețului de import al gazelor naturale, iar pe

de altă parte, o modificare a reperelor ce stau la baza ajustării treptate a prețurilor gazelor din producția internă la nivelul celor din import⁵⁹. Pentru celelalte categorii de produse energetice având prețuri administrate, incertitudinile sunt asociate, în cazul energiei termice, dificultăților de cuantificare a implicațiilor deciziei recente privind descentralizarea la nivelul autorităților locale a competențelor de stabilire a prețurilor de referință, respectiv, în cazul energiei electrice, de o serie de necunoscute privind dinamica viitoare a unor variabile având un caracter în mare parte exogen (de exemplu, profilul hidrologic al anului). Pe ansamblu, dat fiind caracterul mai sumar al informațiilor disponibile pentru ajustările de prețuri din anii 2007-2008, apreciem că elementele de risc menționate anterior au o probabilitate mai ridicată de manifestare în a doua parte a intervalului proiecției.

Ținând cont de volatilitatea accentuată din ultimii 2 ani a prețurilor legumelor, fructelor și ouălor, riscurile asociate evoluției acestora s-ar putea contura în situația unor condiții meteorologice diferite comparativ cu cele presupuse în scenariul de bază. Pentru perioadele mai apropiate ale orizontului de prognoză, manifestarea în continuare a unei tendințe favorabile la nivelul prețurilor alimentelor în general ar putea permite obținerea unei performanțe inflaționiste mai bune decât cea anticipată în scenariul de bază.

Începând cu data aderării României la UE – în scenariul de bază ipoteza folosită este 1 ianuarie 2007 – un element de incertitudine distinct ar putea decurge din aplicarea prevederilor Politicii Agricole Comune (PAC)⁶⁰. Efectul de venit indus de subvențiile directe acordate fermierilor români, precum și convergența către anumite niveluri de referință ale prețurilor produselor vizate⁶¹, în situația în care acestea sunt superioare celor aferente producției interne, ar putea amplifica presiunile inflaționiste față de nivelul prevăzut în scenariul de bază. În cazul produselor alimentare cu prețuri interne mai mici decât în Uniunea Europeană, dar exceptate de la aplicarea prevederilor

⁵⁹ Prețul gazelor naturale relevant din perspectiva beneficiarilor finali este determinat ca o medie ponderată a prețurilor din producția internă și, respectiv, a celor din import, în funcție de aportul cantitativ la constituirea ofertei totale.

⁶⁰ În cazul României, impactul asupra prețurilor produselor alimentare s-ar putea dovedi mai important decât cel înregistrat în Polonia, Ungaria sau Cehia după momentul aderării, mai ales dacă se are în vedere ponderea relativ ridicată deținută încă de sectorul agricol în formarea valorii adăugate (aproximativ 10% din PIB în cazul României, față de 3-5% în țările menționate anterior).

⁶¹ Conform instrumentarului aferent PAC, în cazul în care prețurile de piață ale unor produse agricole desemnate ca atare se situează sub anumite niveluri de referință pe o perioadă determinată, autoritățile pot interveni pe piața acelor produse pentru a susține creșterea prețurilor către nivelurile de referință.

PAC privind intervențiile pe piață, posibile creșteri de preț s-ar putea datora amplificării în urma aderării a presiunilor din partea cererii provenind din țările UE. O altă consecință a PAC este aplicarea politicii comune privind regimul vamal, ceea ce presupune în multe cazuri înăsprirea restricțiilor vamale tarifare și non-tarifare la produsele provenind din terțe țări, una dintre consecințele probabile fiind creșterea prețurilor suportate de consumatorii interni ai unor asemenea produse importate. Beneficiind de experiența țărilor care au parcurs deja aceste etape și având în vedere perioadele de tranziție negociate de România cu privire la aplicarea unor prevederi ale PAC, este de așteptat totuși ca efectele menționate de creștere a presiunilor inflaționiste să se manifeste pe o perioadă mai îndelungată, impactul acestora în primii ani de la aderare fiind unul moderat.

În mod similar ipotezelor adoptate în raportul asupra inflației din luna mai, evoluția prognozată a prețului petrolului pe perioada proiecției trebuie privită sub rezerva unui grad relativ ridicat de incertitudine. Deși prețul petrolului avut în vedere în scenariul de bază al proiecției curente este superior celui prevăzut în runda din mai (69,5 dolari/baril față de 61,7 anterior), acesta ar putea escalada rapid, de pe lista factorilor de influență neputând fi excluse recente evoluții din zona Orientului Mijlociu. Combinarea unui astfel de scenariu cu o posibilă limitare a presiunilor de apreciere reală a monedei naționale ar putea materializa un risc semnificativ, în condițiile unei dinamici a prețurilor la combustibili ce ar urma să exercite un impact inflaționist superior celui prevăzut în scenariul de bază.

La nivelul orizontului de proiecție, elementele de incertitudine avute în vedere sunt evaluate ca exercitând pe ansamblu un efect potențial de amplificare a presiunilor inflaționiste, mai ales pentru a doua jumătate a intervalului (2007 și 2008). Pentru anul curent, factorii de risc menționați anterior nu produc o distribuție a rezultatelor proiecției cu o abatere semnificativă de la coordonatele scenariului de bază, existând totuși posibilitatea ca, în condițiile continuării evoluțiilor temporar favorabile de la nivelul prețurilor alimentare, rata anuală a inflației să se încadreze în intervalul de variație din jurul țintei centrale.

2. Evaluarea de politică monetară

În contextul derulării actualului exercițiu trimestrial de prognoză pe termen mediu și al elaborării raportului asupra inflației din august 2006, CA al BNR a inițiat demersurile necesare fundamentării și stabilirii, în consultare cu Guvernul, a țintei de inflație pentru anul 2008⁶². În concepția BNR, stabilirea împreună cu Guvernul a țintei de inflație constituie un principiu esențial al strategiei de țintire directă a inflației, el având rolul de a spori eficacitatea acesteia, atât prin potențarea sprijinului acordat politicii monetare de politicile guvernamentale (fiscală, de venituri, structurală), cât și prin ancorarea mai solidă a anticipațiilor agenților economici, cărora li se imprimă, astfel, un caracter uniform. În urma evaluării diferitelor scenarii de proiecție, a principalelor ipoteze care au stat la baza elaborării lor (inclusiv a celor referitoare la variabile de politică economică a Guvernului), dar și a riscurilor și a incertitudinilor majore privind evoluția pe termen mediu a inflației, ținta de inflație pentru anul 2008 a fost stabilită la nivelul de 3,8 la sută +/-1 punct procentual.

Din perspectiva BNR, stabilirea țintei pentru 2008 la acest nivel răspunde principiilor și exigențelor strategiei de țintire directă a inflației și, implicit, conferă, în condițiile date, credibilitate băncii centrale și acțiunilor sale – element esențial în ancorarea anticipațiilor pe termen mediu și în realizarea și menținerea stabilității prețurilor. Astfel, pe de o parte, acest nivel al țintei răspunde necesității de a nu se stopa trendul descendent al ratei inflației și de a se asigura coborârea relativ rapidă a acesteia spre nivelul sustenabil pe termen mediu și ulterior spre nivelul compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht, precum și cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de Banca Centrală Europeană; în același timp, prin capacitatea sa de a influența favorabil anticipațiile inflaționiste, nivelul stabilit al țintei pentru 2008 poate contribui la scăderea relativă a costurilor atingerii țintei de inflație a anului 2007.

Pe de altă parte, nivelul țintei – aparent mai puțin ambițios – reflectă preocuparea BNR pentru consolidarea credibilității sale prin atingerea obiectivului de inflație stabilit, în condițiile în care se anticipează că în anul 2008 ritmul dezinflației va fi puternic frânat de acțiunea unor factori aflați în afara sferei de influență a băncii centrale, cei mai importanți fiind:

⁶² În contextul strategiei de țintire directă a inflației, autoritățile unei țări aflate încă într-un proces de dezinflație își stabilesc, de regulă, ținte multianuale de inflație; din perspectiva practicii acestor autorități, momentul favorabil formulării și anunțării țintei de inflație a BNR pentru anul 2008 se plasează în perioada august-noiembrie 2006.

1. Reprogramarea pentru anul 2008 a unor consistente ajustări de prețuri administrate prevăzute inițial a se realiza în 2006 și 2007. Potrivit celui mai recent scenariu, amplitudinea acestor corecții de prețuri va fi în 2008 doar ușor inferioară celei din 2007.
2. Continuarea creșterii prețurilor – atât a bunurilor comercializabile (*tradable*), cât și a celor necomercializabile (*non-tradable*) –, ca efect al procesului de convergență a economiei românești (acesta include și efectul Balassa-Samuelson).
3. Caracterul persistent al inflației și dificultatea continuării în ritm accelerat a dezinflației, în condițiile în care creșterea anuală a prețurilor a atins valori relativ scăzute. Printre cei mai importanți factori responsabili de acest fenomen sunt cei pe partea ofertei/costurilor, respectiv ritmul lent și gradual de adaptare a parametrilor pieței muncii la un mediu economic caracterizat prin inflație joasă (inclusiv datorită rigidității salariilor la scăderi nominale). O altă explicație o constituie inerția anticipațiilor inflaționiste și dificultatea temperării lor într-un mediu economic marcat de persistența corecțiilor de prețuri administrate și de ajustări de prețuri relative generate, printre altele, de efectul Balassa-Samuelson. Dificultatea temperării anticipațiilor inflaționiste derivă și din istoria îndelungată a inflației înalte în România, precum și din persistența neașteptată a excedentului de cerere și în dificultatea eliminării lui, posibil și datorită fenomenului de convergență al economiei românești.

Din această ultimă perspectivă, atât ținta de inflație pentru 2008, cât și cea pentru 2007 – ambele interconționându-se – au un caracter ambițios, dar fezabil. Acest caracter a fost din nou pus în evidență de evoluțiile economice recente, precum și de proiecția reactualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, care au relevat amplitudinea și persistența excedentului de cerere ca principal risc inflaționist pe termen scurt și implicit ca principal motiv de preocupare pentru CA al BNR. Continuarea creșterii față de proiecția anterioară a valorii și a duratei prognozate a deviației pozitive a PIB față de potențial se datorează în actualul exercițiu, în principal, impactului exercitat de relaxarea neașteptată și de proporții a programului bugetar din acest an. Implementarea acestuia presupune efectuarea concentrată în ultimele luni din 2006 a unui volum de cheltuieli publice mult superior celui din prima parte a anului, ceea ce va avea ca efect majorarea, cel puțin pe parcursul a două trimestre, a excedentului de cerere; chiar dacă cea mai mare parte a sporului de cheltuieli va fi orientată inițial spre realizarea de investiții, șocul lor se va propaga și asupra cererii de consum și implicit asupra presiunilor inflaționiste dezvoltate de aceasta.

Prevenirea deteriorării pe termen scurt a contextului macroeconomic sub impactul șocului advers al relaxării politicii fiscale necesită nu doar continuarea creșterii restrictivității politicii monetare, dar și menținerea acestei conduite pentru o perioadă mai îndelungată, chiar dacă astfel politica monetară preia cvasiintegral povara aducerii excedentului de cerere la valori negative, compatibile cu atingerea țintelor de inflație pe 2007 și 2008. Prelungirea trendului de întărire a politicii monetare în actualul context mai este necesară pentru a stopa tendința de înrăutățire a anticipațiilor inflaționiste manifestată în ultimele luni, inclusiv ca efect al anunțării și al operării majorărilor de impozite indirecte și al recentei rectificări bugetare.

O altă preocupare a CA al BNR asociată acestui context o constituie persistența caracterului nesustenabil al ritmului de creștere a consumului gospodăriilor populației și rezistența acestuia la acțiunea unor potențiali factori contracționiști, din categoria cărora fac parte și măsurile adoptate de BNR în ultimele luni în vederea frânării expansiunii creditului. Menținerea robusteții consumului, în special a componentei cumpărărilor de bunuri, în pofida slăbirii ritmului de creștere a veniturilor din salarii și a celor din remiteri din străinătate, reflectă durabilitatea schimbării produse la nivelul înclinației de consum, fapt confirmat și de prelungirea caracterului modest al economisirii bancare a populației, dar mai ales de scăderea drastică în ultimele trimestre a ratei de economisire. Aceste fenomene par a fi mai degrabă expresia consolidării așteptărilor optimiste ale populației privind perspectivele economiei decât reverberații ale perioadei de consum reprimat care s-a prelungit până la începutul actualului deceniu. Totodată, este posibil ca un impuls suplimentar să fi dat consumului în ultimele luni scăderea în termeni relativi a dinamicii ajustării valorii facturii aferente utilităților și nivelul considerat neatractiv al randamentelor instrumentelor de economisire bancară.

În aceste condiții, readucerea în parametri sustenabili a dinamicii consumului privat necesită creșterea eficacității acțiunii exercitate simultan în direcția temperării cererii de credite a populației, pe de o parte, și a stimulării economisirii acestui segment, pe de altă parte, ceea ce ar impune continuarea creșterii fermității politicii ratei dobânzii. Având în vedere însă faptul că recenta întărire a politicii monetare nu și-a epuizat efectele, o soluție în actuala etapă constă în adoptarea temporară a unei tactici de așteptare și monitorizare a efectelor produse de deciziile luate de CA al BNR în luna iunie, cu atât mai mult cu cât măsura de creștere la 20 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei a intrat în vigoare abia în data de 24 iulie a anului curent.

În schimb, principalii factori pe partea ofertei (prețurile administrate și volatile) vor continua să-și reducă impactul inflaționist în condițiile în care importante ajustări de prețuri administrate prevăzute inițial a se efectua în următoarele luni din 2006 au fost amânate pentru anii următori, iar evoluția pe termen scurt a prețurilor volatile ale unor produse alimentare s-a ameliorat comparativ cu proiecția anterioară, ca urmare a unui răspuns superior al ofertei. Potențialul confort pe care acești factori îl vor asigura din perspectiva evoluției indicelui general al prețurilor poate fi însă de scurtă durată atât datorită amplitudinii încă considerabile a corecțiilor de prețuri ce trebuie efectuate în 2007 și 2008, cât și incertitudinilor generate de instabilitatea programului de ajustări de prețuri, dar și de vulnerabilitatea producției agricole și implicit a prețurilor produselor alimentare față de condițiile naturale. Deși nu reclamă o înăsprire imediată a condițiilor monetare, evoluția acestor variabile aflate în afara domeniului de influență a băncii centrale necesită menținerea conduitei prudente a politicii monetare și a vigilenței autorității monetare de natură să prevină stimularea anticipațiilor nefavorabile; totodată, această atitudine a politicii monetare este necesară pentru a se minimiza potențialele efecte de propagare ale șocurilor ajustărilor de prețuri administrate programate a se efectua în cursul anului 2006, chiar dacă amplitudinea acestora este mai scăzută față de scenariile anterioare.

Din perspectiva evoluțiilor recente, riscul producerii unei recrudescențe semnificative a intrărilor de capital volatil în ipoteza întăririi politicii monetare și în contextul liberalizării depline a contului de capital este relativ diminuat, atât de posibilă menținere, cel puțin temporară, a atitudinii mai reținute a investitorilor financiari față de piețele emergente, cât și de foarte probabilă continuare a creșterii ratelor dobânzilor pe principalele piețe financiare internaționale. Percepția investitorilor asupra riscului presupus de plasamentele pe piața internă, precum și asupra marjei potențiale de apreciere a monedei naționale în raport cu euro ar putea fi însă consistent reajustată ca efect al adoptării în septembrie a deciziei favorabile aderării României la UE în 2007, care se presupune că va atrage intrări substanțiale de capital sub forma investițiilor directe și a împrumuturilor externe.

Evaluarea de către Consiliul de administrație al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a evidențiat riscul inflaționist pe care-l incumbă pe termen scurt potențiala creștere a excedentului de cerere, datorată, în principal, relaxării politicii fiscale. În același timp, însă, CA al BNR a considerat că, inclusiv prin continuarea producerii efectelor majorării la 20 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele bancare în lei, caracterul

condițiilor monetare reale rămâne adecvat menținerii dezinflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei stabilite pentru 2007. Prin urmare, în ședința sa din 9 august, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină la nivelul de 8,75 la sută rata dobânzii de politică monetară și să continue să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, CA al BNR a considerat că este necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului neguvernamental și a prețurilor unor categorii largi de active, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții ce ar genera riscuri din perspectiva dezinflației.